

TARTU ÜLIKOOL
Majandusteaduskond
Ettevõtetmajanduse instituut

Vaike Viljaste

MIKROETTEVÕTTE VÄÄRTUSE HINDAMINE OSAÜHING ELTETE EESTI NÄITEL

Magistritöö ärijuhtimise magistri kraadi taotlemiseks ärijuhtimise erialal

Juhendaja: dotsent Priit Sander

Tartu 2014

Soovitan suunata kaitsmisele

(dots. P. Sander)

Kaitsmisele lubatud "... " 2014. a.

Rahanduse ja majandusarvestuse

õppetooli juhataja

.....

(prof. T. Haldma)

Olen koostanud töö iseseisvalt. Kõik töö koostamisel kasutatud teiste autorite tööd, põhimõttelised seisukohad, kirjandusallikatest ja mujalt pärinevad andmed on viidatud.

.....

(V. Viljaste)

SISUKORD

SISSEJUHATUS	4
1. ETTEVÖTTE VÄÄRTUSE HINDAMISE TEOREETILISED ALUSED	7
1.1. Ettevõtte väärtuse hindamise eesmärk ja väärtust mõjutavad tegurid.....	7
1.2. Diskonteeritud vabade rahavoogude meetodi koht väärtuse hindamise meetodite süsteemis ja teoreetiline käsitus	14
1.3. Kapitali hind ettevõtte väärtuse seisukohalt	29
1.4. Mikroettevõtte väärtuse hindamise eripärad Eesti keskkonnas.....	35
2. OSAÜHING ELTETE EESTI VÄÄRTUSE HINDAMINE	42
2.1. Ettevõtte tegevuskeskkond ja senise tegevuse edukuse uuring.....	42
2.2. OÜ Eltete Eesti väärtust ja tulevast tegevust mõjutavad tegurid	54
2.3. OÜ Eltete Eesti <i>pro forma</i> aruannete koostamine ja vabade rahavoogude arvutamine	59
2.4. OÜ Eltete Eesti diskonteerimismäära leidmine	68
2.5. OÜ Eltete Eesti omakapitali väärtuse hindamine ja sensitiivsuse testimine	69
KOKKUVÕTE.....	76
VIIDATUD ALLIKAD	79
Lisa 1. OÜ Eltete Eesti bilanss aastatel 2009-2013	84
Lisa 2. OÜ Eltete Eesti kasumiaruanne aastatel 2009-2013	85
Lisa 3. OÜ Eltete Eesti rahavoogude aruanne aastatel 2009-2013	86
Lisa 4. OÜ Eltete Eesti kasumiaruanne stsenaariumi „müügimehe unistus“ korral aastatel 2014-2018	87
Lisa 5. OÜ Eltete Eesti kasumiaruanne stsenaariumi „osanike vahetus“ korral aastatel 2014-2018	88
Lisa 6. OÜ Eltete Eesti bilanss stsenaariumi „müügimehe unistus“ korral aastatel 2014-2018.....	89
Lisa 7. OÜ Eltete Eesti bilanss stsenaariumi „osanike vahetus“ korral aastatel 2014-2018.....	90

Lisa 8. Töö autori poolt läbi viidud intervjuud ja dokumendianalüüs	91
SUMMARY	92

SISSEJUHATUS

Ettevõtte väärtus tuleneb äriühingu jätkusuutlikust võimest luua positiivseid rahavoo-gusid ning kus üheks peamiseks eesmärgiks on omanike rikkuse maksimeerimine ning mille saavutamiseks tuleb vastu võtta üksnes ettevõtte väärtust suurendavaid otsuseid. Ettevõtte väärtuse hindamine annab objektiivse ülevaate ettevõtte (varade) väärtusest, tegelikkuses selgub ettevõtte väärtus ostu-müügi läbirääkimiste lõppfaasis kui selgub hind, mida ostja on nõus maksma. Ettevõtte väärtuse kujunemisel ja hindamisel on suur osakaal paljudel teguritel, alustades majanduskeskkonnast ja juhtkonnast ning jõudes ettevõtte bilansiliste ja mittebilansiliste näitajateni. Viimased ja lisaks püstitatavad eel-dused jätavad palju mänguruumi, mille tulemuseks on ettevõtte väärtus, mis on sub-jektiivne ja ajas kiiresti muutuda võiv number.

Käesoleva magistritöö teema üheks ajendiks on mikroettevõtete osakaalu jätkuv suu-renemine Eesti ettevõtete koguarvus, mis näitab et mikroettevõtted on olulised majan-duse edendajad, nad loovad töökohti ja on ettevõtluse ning innovatsiooni allikaks. Teiseks aspektiks on üldlevinud arvamus, et mikroettevõtted on omapärased seetõttu, et omanike ja ettevõtte huvid tihti ristuvad ning võivad omanike huvid, mistõttu ei teki vajadust ettevõtte väärtuse hindamiseks. Kolmandaks mõjutajaks on see, et sõltumata sellest, kas ettevõtte liigitub korporatsiooniks või mikroettevõtteks siis organisatsiooni elutsüklid on tüüpilised mõlemale, küpsusele järgneb langus, millest edasi on võimalik kas uuestisünd või kokkutõmbumine. Paraku täheldatakse seoseid, et mida väiksem on ettevõtte seda väiksem on tõenäosus uuestisünniks, kuna nad pole õppimiseks võime-lised või neil puudub kompetents.

Töö autori arvates tasub väarika ajalooga mikroettevõtte väärtust hinnata, kuna oma-nikud on lähtunud järjepidevalt otsuste tegemisel ettevõtte jätkusuutlikust arengust ning läbi võimaliku võõrandamistehingu ettevõttele uue hingamise andmine nõuab esialgse hinna määramist ning ettevõtte õiglase väärtuse leidmine on selleks usaldusväärseim ja

veenvaim alus. Töö eesmärgiks on hinnata OÜ Eltete Eesti õiglast väärtust, tuginedes diskonteeritud rahavoogude meetodile. Ettevõtte väärtuse hindamise vajadus on tingitud osanike plaanist ettevõtte võõrandada ja taanduda aktiivsest äritegevusest, minnes pensionile. Analüüsi tulemusena pakutakse välja autoripoolseid soovitusi väärtuse tõstmiseks, mis võimaldavad tagada ostu-müügi tehingu maksimaalset kasu praegustele osanikele, kuid samuti ka ettevõtte jätkusuutlikkuse ning seeläbi ka kasu tulevastele omanikele. Hinnang ettevõtte väärtusele antakse 01.01.2014 seisuga.

Eesmärgi saavutamiseks püstitati järgmised uurimisülesanded:

- ettevõtte väärtuse hindamise eesmärkide selgitamine ja väärtuse mõiste avamine;
- diskonteeritud rahavoogude meetodi sisu ning selle eeliste ja puuduste selgitamine;
- selgitada välja mikroettevõtte hindamise eripärad Eesti keskkonnas;
- anda ülevaade OÜ Eltete Eesti tegevusvaldkonnast, senisest tegevusest ja finantsseisundist;
- selgitada välja uuritava ettevõtte väärtus ja tegevust mõjutavad tegurid ning määratleda nende vahelised seosed.

Uurimisülesannetest lähtuvalt põhineb magistritöö kvantitatiivsele uurimusele, kus probleem on struktureeritud ja selle aluseks on dokumendianalüüs ning süvaintervjuid OÜ Eltete Eesti juhatuse liikme/tegevjuhi ja müügijuhiga. Uurimisobjektiks on OÜ Eltete Eesti, mis on asutatud 1996. aastal ja ettevõtte tegevusalaks on sanitaarseadmete jm ehitusmaterjalide hulgimüük, täpsemalt niiskus-, auru- ja tuuletõkkematerjalide ning ehituspaberite, koormakatete, tellingukatete ja pakkematerjalide hulgimüük. Pakutakse ka laminaadist dušši- ja WC-vaheseinte paigaldust. Tegevuse algusest kuni käesoleva ajani on ettevõtte tegutsenud samal põhitegevusalal. Ettevõttes töötab seitse inimest (seisuga 01.01.2014), kõige rohkem on palgal olnud kümme töötajat. Ettevõtte osanikeks on Eesti resident Priit Tomson, kes on ka juhatuse liige ja Soome Vabariigis registreeritud äriühing OY Diamer AB, mille ainuosanik Nils Pehr Edvard Österman on samuti OÜ Eltete Eesti juhatuse liige. Osalus osanike vahel jaguneb 50:50. Käesoleva töö autor on alates 2004. aastast olnud OÜ Eltete Eesti raamatupidaja 0,25 koormusega.

Käesolev koosneb magistritöö kahest peatükist. Teoreetilises osas käsitletakse erinevaid ettevõtte väärtuse hindamise meetodeid, vaadeldakse kriteeriume, millest meetodi vali-

kud sõltuvad. Täpsemat käsitlust leiab diskonteeritud rahavoogude meetod, sest seda meetodit kasutatakse töö empiirilises osas uurimisobjektiks oleva ettevõtte väärtuse hindamisel. Töös antakse ülevaade vabade rahavoogude diskonteerimise meetodi teoreetilisest käsitlest ning selle meetodi eelistest ja puudustest.

Töö empiirilises osas tutvustatakse OÜ Eltete Eesti tegevuskeskkonda ja senise tegevuse edukust, teostatakse ettevõtte fundamentaalanalüüs, et leida finantsnäitajate omavahelised suhted, muutuste trende ja põhjusi. Vaadeldava perioodi (2009-2013) finantsaruannete põhjal teostatakse finantsnäitajate vertikaalne võrdlev analüüs ja horisontaalanalüüs. Suhtarvuanalüüsi osas leitakse enimkasutatavad suhtarvud, sest võrdlusbaasiks sobivat ettevõtet on raske leida ning rentaablussuhtarve on võrreldud üksnes konkurentide omadega. Koostatakse OÜ Eltete Eesti prognoositavad finantsauanded, leitakse kapitali hind ning arvutatakse vabad rahavood, analüüsitakse erinevaid ettevõtte arenguvariente läbi stsenaariumianalüüsi ja koostatakse sensitiivsusanalüüs.

Käesoleva magistritöö praktiline väärtus seisneb selles, et juhindudes käeoleva magistritöö teoreetilise osa suunistest ja majandusteadlaste soovitudest ning võttes eeskujuks töö empiirilises osas tehtud analüüsi ning ettevõtte väärtuse leidmist, on võimalik hinnata ükskõik millise teise tegutseva mikroettevõtte väärtust.

1. ETTEVÖTTE VÄÄRTUSE HINDAMISE TEOREETILISED ALUSED

1.1. Ettevõtte väärtuse hindamise eesmärk ja väärtust mõjutavad tegurid

Esimesena võttis ettevõtte väärtuse kontseptsiooni kasutusele professor Alfred Rappaport 1986. aastal ilmunud raamatus „*Creating Shareholder Value*“. Tegemist on avalike ettevõtete (börsil noteeritud ettevõtete) juhtimise filosoofiaga. Kontseptsioon võimaldab ühendada tulusust, kasvu, riske juhtimisotsustesse ja hinnata nende mõju ettevõtte väärtusele kujunemisele. Ettevõtte väärtuse juhtimine põhineb ettevõtte juhtimiskultuuril, mis väärtustab aktsionäride rikkust. Kontseptsiooni algideeks on põhimõte, et turg hindab ettevõtte võimet toota tulevikus raha. Kasum võib olla küll sissetuleva raha allikas, aga see ei kindlusta veel ettevõtte aktsionäridele vaba raha olemasolu. (Aruste 2007: 151)

Ettevõtte väärtus kujuneb läbi ettevõtte juhtkonna poolt läbi viidava kolme peamise juhtimisstrateegia (Aruste 2007: 151):

1. Investeerimisstrateegia (*investment strategy*).
2. Finantseerimisstrateegia (*financing strategy*).
3. Tegevusstrateegia (*operating strategy*).

Nende kolme strateegia edukas kombinatsioon kujundab ettevõtte väärtuse pikaajalises perspektiivis. Ettevõtte kui terviku hindamisel on keskseks mõisteks väärtus, mida on võimalik defineerida mitmeti sõltuvalt sellest, mida konkreetselt ühel või teisel juhul ettevõtte väärtuse all mõeldakse. Esmalt tuleb eristada mõisteid väärtus ja hind ning neid mõisteid avavate terminite tähendust. Mõiste „väärtus“ sisuks võib olla raamatupidamisväärtus, likvideerimisväärtus, tõeline väärtus või turuväärtus, viimane ongi hind – väärtus, mis kujuneb nõudmise-pakkumise vahekorras. (Raudsepp 1999: 74)

Raamatupidamisväärtus on varade väärtus, mis on näidatud raamatupidamisbilansis. See annab ülevaate vara ajaloolisest väärtusest, kuid ei kanna endas teavet selle kohta, kui palju see vara tegelikult maksab. (Raudsepp 1999: 74) Ettevõtte raamatupidamisliku väärtuse puuduseks loetakse võimetust määrata ettevõtte tuleviku potentsiaali ja riskifaktorite eiramist (Moyer *et al.* 1995: 12). Ettevõtte hindamisel võõrandamise eesmärgil tuleb lähtuda sellest, et ettevõtte väärtus on tavaliselt suurem kui bilansis olevate varade netorealiseerimisväärtus, sest vastupidises olukorras kaotab ettevõtte kui terviku müük omanike jaoks mõtte ja omanike jaoks osutub kasumlikumaks ettevõtte likvideerimine.

Likvideerimisväärtus on rahasumma, mille võib saada, müües vara eraldi mitte terve ettevõtte osana. Ettevõtte omakapitali likvideerimisväärtus on ettevõtte varade müügist laekuva raha ning tasumisele kuuluvate kohustuste ning likvideerimisega seotud kulutuste vahe. See on valdavalt madalam kui ettevõtte raamatupidamislik ning ettevõtte turuväärtus. (Fernandez 2002: 5)

Varade turuväärtus on vara väärtus, mis kujuneb vastavalt nõudmise ja pakkumise vahekorrale turul. Tavaliselt kõigub vara turuväärtus vara tõelise väärtuse ümber. Kui väärtpaberite turg toimib efektiivselt, langevad harilikult turuväärtus ja tõeline ehk varade oodatavate tulevaste rahavoogude praegune väärtus kokku. (Raudsepp 1999: 74) Õiglane väärtus on summa, mille eest on võimalik vahetada vara või arveldada kohustust teadlike, huvitatud ja sõltumatute osapoolte vahelistes tehingutes (SME IFRS 2.34.8b).

Ettevõtte väärtuse hindamise vajadus võib tekkida nii pikaajaliste strateegiliste otsuste eel kui ka lühiajalises operatiivses tegevusplaanis. Hindamine osutub vajalikuks osaluste ümberkujundamisel, ettevõtte restruktureerimisel, ettevõtete ostu või müügi tehingutes, allüksuste müügil, ühinemistel ja ülevõtmistel (M&A tehingud – *mergers and acquisitions*) jms. Erialases kirjanduses käsitletakse lisaks investeerimisprojektide ja äriühingute väärtuse hindamisele veel teisi situatsioone, mille puhul on vaja teada tehinguobjekti väärtust. Selleks võib olla riikliku järelevalveorgani vajadus hinnata monopolide poolt müüdavate teenuste ja kaupade hinda lülitatud põhjendatud tulukust, et paremini kontrollida avalike teenuste hindu aga ka investorite soov leida turu poolt alahinnatud investeerimisinstrumente. Praktiline vajadus ettevõtte väärtust hinnata võib tekkida ka põhjustel, mis tulenevad omaniku isiklikest motiividest.

Väärtuse hindamise protsessi kohta on kaks äärmuslikku seisukohta. Ühest küljest need, kes usuvad, et õigel viisil tehtud hindamine on täppisteadus ja sellel on vähe ruumi analüütiku enda hinnangutele ja inimlikule veale ning teisest küljest need, kes tunnevad, et väärtuse hindamine on rohkem kunst, analüütik saab manipuleerida numbritega genereerides tulemuse mida soovitakse. Analüütiku poolt hindamisse toodud eelarvamused ja nihked leiavad tee väärtusesse. (Damaodaran 2014)

Selleks, et hindamine oleks võimalikult objektiivne, tuleb enne väärtuse hindamist koguda informatsiooni konkreetse valdkonna ja ettevõtte senise tegevuse kohta. Kasuks tuleb kui omatakse ettevõtte sisemist informatsiooni ja ettevõtte juhtkonna enda nägemus tulevikust, mis hõlbustavad prognoosimist ja hindamist. Tulemuste suure varieeruvuse põhjused võib jagada kaheks, need võivad olla tingitud erinevate hindamismetodite kasutamisest või samade meetodite erinevate eelduste rakendamisest. (Tark 2011: 126)

Ettevõtte väärtuse hindamise eesmärgiks on kujundada raamistik selleks, et (Aruste 2007: 151-152):

1. Hinnata juhtkonna strateegiliste otsuste mõju ettevõtte väärtusele või omakapitali väärtusele.
2. Aidata kujundada ja ellu viia sobivaimad arengustsenaariumid – kujundamaks tulevast finantseerimisstrateegiat, tegevusstrateegiat, investeerimisstrateegiat – mis on rakendatud aktsionäri rikkuse maksimeerimise nimel.
3. Analüüsida väärtuskäituri ehk väärtusallikate (*value drivers*) muutuse mõju ettevõtte väärtusele või aktsia hinnale (väärtuskäituri sensitiivsusanalüüs).
4. Võimaldada eesmärgistada ettevõtte tegevust, kasutades väärtustegureid kolmel erineval tasandil ja teostada ettevõtte väärtuse juhtimist läbi eesmärgistatud väärtuse edutegurite (*target value – drivers*) realiseerimise.
5. Hinnata ettevõtte riskipoliitika mõju omanike rikkusele.
6. Arendada aktiivseid investorsuhteid (*investor relations*).
7. Hinnata ettevõtte senise (ajaloolise) tegevuse edukust ja strateegiliste otsuste edukust aktsionäri rikkuse loomise seisukohalt.
8. Luua kogu ettevõtet haarava kompensatsioonisüsteemi raamistik.

Organisatsiooni pikaajalist turuväärtust ei saa suurendada, kui organisatsioon ignoreerib mõnd tähtsat sidusgruppi või kohtleb seda valesti. Väärtuspõhine juhtimine tähendab tänapäeval organisatsiooni kõiki sisemisi ja välimisi huvigruppe hõlmavat eeliste ja võimaluste otsimist, mis mõjutab nii organisatsiooni (ettevõtte) väärtust kui ka huvigruppide saadavat kasu. (Mägi 2013: 1)

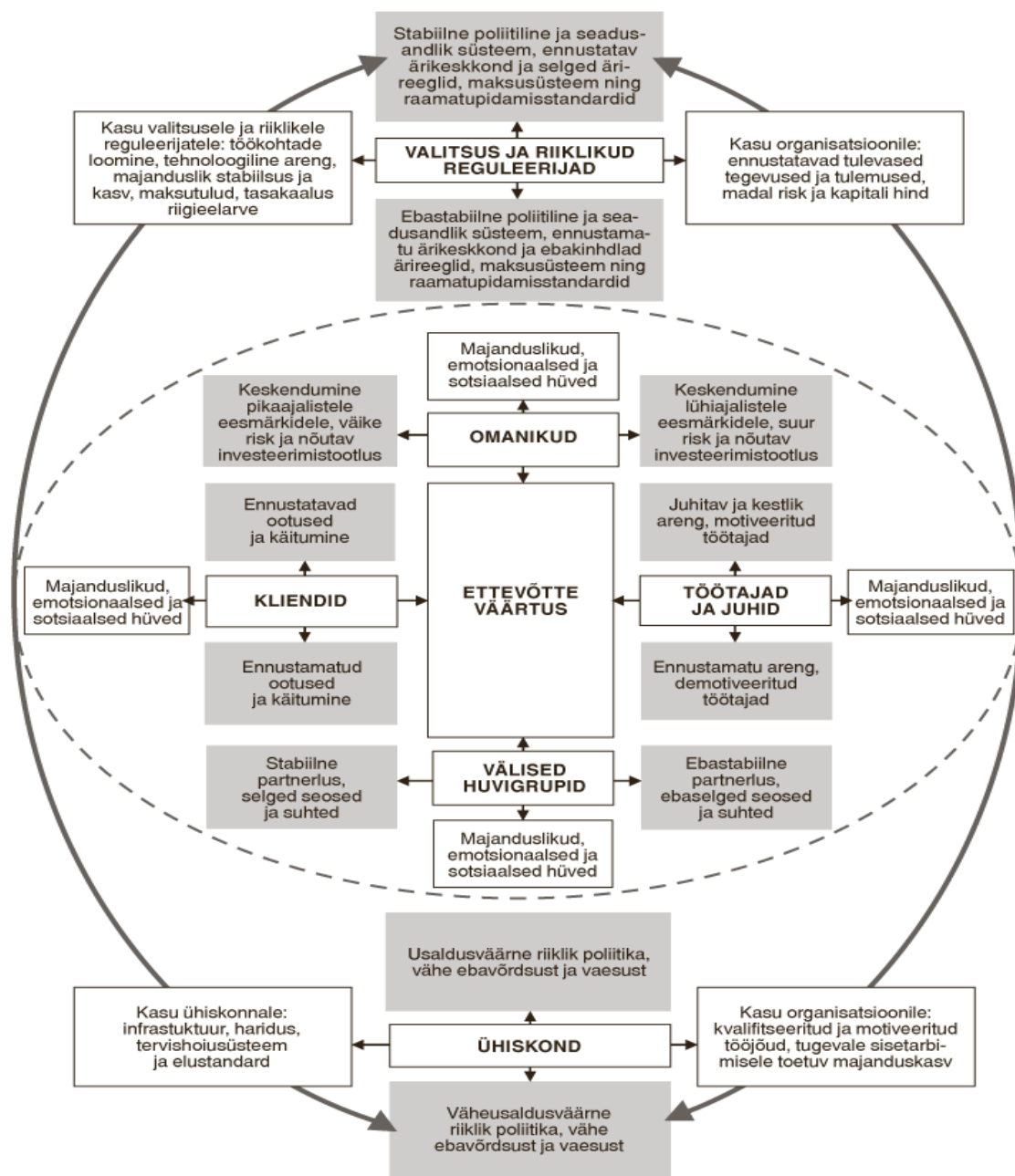
Leedu rahandusteadlased L. Valančiene ja E. Gimžauskiene jagavad organisatsiooni (ettevõtte) väärtusega seotud huvigrupid kaheks: kontekstilised ja organisatsiooni puudutavad huvigrupid. Kontekstiliste huvigruppide (riik, riiklikud reguleerijad, ühiskond) tegevus ei sihi konkreetset ettevõtet, vaid kujundab üldist ärikeskkonda. Organisatsiooni puutuvate huvigruppide - omanike, klientide, juhtide, töötajate, finantsasutuste, tarnijate jt – tegevus mõjutab organisatsiooni ja selle väärtust otseselt. Kõigi nende huvigruppide eesmärgid ja huvid ning aktiivsus määravad selle, kus organisatsioonis saab väärtust luua. (Valančiene 2012: 1255) Veel üks huvigrupp, kes ettevõtte väärtust mõjutab on konkurendid, nendest ja nende hulgast sõltub ettevõtte positsioon antud tegevusharus. Konkurentsiuuringute klassiku M. Porteri viie konkurentsijõu mudeli kohaselt määravad konkurentsiolukorra tegevusharus (Leimann 2003: 117):

- konkurents tegevusharus konkureerivate ettevõtete vahel,
- teiste harude ettevõtete katsed lüüa tarbijad üle asenduskaupadega,
- uute konkurentide potentsiaalne sisenemine,
- sisendite hankijate mõjukus ja positsioon läbirääkimistel,
- toote ostjate mõjukus ja positsioon läbirääkimistel.

Nende jõudude analüüs aitab juhtidel selgitada haru olukorda ja välja tuua ettevõtte ees seisvaid võimalusi ning ohte. Mida tugevamad on vaadeldavad konkurentsijõud, seda väiksemad on ettevõtte võimalused tõsta hindu ning teenida suuremat kasumit. (Leimann *et al* 2003: 117)

Riigi ja riiklike reguleerijate kui kontekstilise huvigrupi mõju saab hinnata ärikeskkonna headuse mõõtmisega. Mida stabiilsem ja prognoositavam on riigi poliitiline ja seadusandlik süsteem (konkurentsi-, maksu, majandusarvestuse jne reeglid), seda parem on ärikeskkond väärtuse loomiseks. Siit tekib vastastikune sünergia: ärikeskkonna stabiilsus toob kapitali madala hinna ja kindlamad rahavood, mis omakorda aitab kaasa töö-

kohtade loomisele ja tehnoloogilisele arengule. Ühiskonda kui kontekstilist huvigruppi saab mõõta elustandardi, ebavõrdsuse ja vaesuse näitajate alusel. Ühiskond saab organisatsioonist kasu, kui see aitab tõsta ühiskonna elustandardit ja vähendada vaesust. Organisatsioon omakorda saab ühiskonnast kasu, kui selle liikmed võimaldavad tarbimisega arendada ettevõtte tooteportfelli ja parandada müügi- ja rahavoogu. (Valančiene 2012: 1255, vt joonis 1.1)



Joonis 1.1. Väärtuse hindamise süsteemi raamistik (*Framework of value measurement system*) (Allikas: Valančiene et al. 2012: 1256).

Kliendid on vastuoluline huvigrupp - tarbimine toob neile majanduslikku, emotsionaalset ja sotsiaalset rahuldust, samal ajal, aga tähendab tarbijatele väärtuse loomine ettevõttele täiendavaid kulusid. Siin tuleb leida klientidele loodava väärtuse ja ettevõtte kasu tasakaal. (Mägi 2013: 1)

Töötajad on väärtuse loomise seisukohalt kõige tähtsam organisatsioonisisene huvigrupp, sest demotiveeritud töötaja võib olla väärtuse hävitaja. Töötajad laenavad organisatsioonile oma inimkapitali, eeldades, et saavad selle eest vastu mingi muu väärtuse (töötasu, võimaluse töötada mainekas organisatsioonis jne). Nii muutuvad töötajad varaks, mis suudab teistele huvigruppidele väärtust luua ja samal ajal on töötajad organisatsiooni huvigrupiks. Omanikud on väärtuse loomise seisukohalt kõige tähtsam organisatsiooniväline huvigrupp. Nende ootustest ja suunistest sõltub, kas nad piiravad või parandavad ettevõtte võimalusi väärtuse loomiseks. (Mägi 2013: 2)

Sisemised tegurid, nagu hinnapoliitika, kaupade ja teenuste kvaliteet, tootmisvõimsused, reklaam jne alluvad kontrollile. Välised tegurid, nagu konkurents, antud tööstusharus ja majanduse üldolukord, seis finantsturgudel jne ei allu ettevõtte kontrollile, kuid nendega tuleb arvestada. (Tearu 2005: 184-185)

Kriitilised edutegurid, mida vahel on nimetatud ka edukuse võtmeteguriteks või kriitilisteks oskusteks (*critical success factors, key success factors, critical skills*) on tegurid (oskused, ressursid), mis suurel määral panevad paika selle, kes tegevusharus teenib kasumit, kes kahjumit, seega edu ja läbikukkumise. (Leiman *et al.* 2003: 135)

Ettevõtte edu saab selgitada konkreetsemalt ettevõtte eesmärkide realiseerimise, tulemuslikkuse ja konkurentsivõime kaudu. Edutegurid on eelkõige edu (ebaedu) tekkepõhjused. (Siimon 2006: 8) Väike- ja keskettevõtete edutegureid on püütud välja selgitada konkreetsetes uuringutes. Eduteguritega on ettevõtetelt küsitud arvamusi oma konkurentsieelistele.

Emori uuringu kohaselt pidasid ettevõtted oma konkurentsieeliste esinelikuks (Eesti... 2003):

- toote/teenuse kvaliteeti (30% vastajatest),
- oma nišile keskendumist (20%),

- häid suhteid klientidega (16%),
- madalat hinda (4%).

Siimoni arvates võib kvaliteeti ja hinda pidada nõ alternatiivseteks konkurentsieelisteks, keskendumist ja häid suhteid klientidega teineteist võimendavateks ning täiendavateks eelisteks. Ülejäänud konkurentsieelised olid oma 8-4 protsendiga järgmised: kättetoimetamise kiirus, personal, paindlikkus, asukoht ja kogemused. (Siimon 2006: 5) Väärtust saab luua konkurentsieelse kaudu, pakkudes tarnijatele ja klientidele hüvist, mida teised ei paku, kuid see peab olema midagi enam kui lihtsalt jätkusuutlik areng. Ettevõtte väärtus sõltub strateegilistest otsustest, kui need on tehtud, siis on neid väga raske tagasi pöörata. Tihti hoitakse kinni mineviku sündmustest, kuigi samal ajal peavad ettevõtted olema väga paindlikud. (FitzRoy *et al.* 2012: 50)

Strateegilised otsused on valdavalt ressursimahukad, tagasi pöördumatud ja otsus on selgelt strateegiline, kui sellel on potentsiaali panna ettevõtte ohtu. Strateegiliste otsused on suunatud tulevikku ja otsusest tulenev edu või ebaedu saab selguse valdavalt aastate pärast. Strateegilise otsusega kaasnev rahavoog on alguses pigem negatiivne ja positiivset rahavoogu prognoositakse enamasti pikaajalises perspektiivis. (FitzRoy *et al.* 2012: 52)

Olemasolevate varade rahavooge võib suurendada vähetootlike investeeringute või varade müük juhul, kui nende tootlus on väiksem kui ettevõtte kapitali hind. Kulude alandamine on tavaliselt rasketel aegadel ettevõtte üks esimesi samme, sest kuluefektiivsuse mõju kasumile ja väärtusele on kiire ning vahetu, kuid mitte igasugune kulude vähendamine ei ole väärtust loov. Tuleviku kasvu loomisele suunatud kulutuste vähendamine võib viia ärikasumi lühiajalisele suurenemisele, kuid väärtuse vähenemisele pikas perspektiivist. Kiire kasvu perioodi pikendamine suurendab ettevõtte väärtust, kuid kiire kasvumäära säilitamiseks peavad ettevõtted teenima lisatulu (*excess returns*) ning see toob samale tegevusalale konkurente, kes need tulud tasandavad aja jooksul. Kui ettevõtte tahab kindlustada võimalikult pikka kiire kasvu perioodi ja lisakasumeid, peab ta turule looma sisenemisebarjäärid või ennast diferentseerima. (FitzRoy *et al.* 2012: 53)

Kui omanikud alandavad nõutava tulunormi määra, siis see suurendab ettevõtte väärtust, seega on kapitali hinna mõjurid ühtlasi ka ettevõtte väärtuse mõjurid (väärtus on ärirahanduse fundamentaalseim kontseptsioon), sest nõutav tulunorm mõjutab otseselt ettevõtte väärtuse kujunemist. Finantseerimisallikate valimisel on oluline leida odavamad allikad, mis tagavad ettevõttele võimalikult väikese kapitalikulu ja seega aitavad täita ettevõtte peamist eesmärki, milleks on omanike rikkuse maksimeerimine. (Kõomägi 2006: 142)

Seega tuleb ettevõtte väärtuse hindamisel lähtuda definitsioonist, millises taustsüsteemis ning millistel eesmärkidel on vaja ettevõtte väärtust hinnata. Ettevõtte käekäiku mõjutavaid tegureid on palju ja selleks, et teravas konkurentsisis edu saavutada, püsima jääda ja väärtust kasvatada, tuleb nendega arvestada. Kõige keskmes on näiliselt vastukäivate tegevuste paradoks – ettevõtte peab olema nii loominguine, kui ratsionaalne, lühiajalise *versus* pikaajalise fookusega, koostööaldis ja konkurentsivõimeline. Kui suudetakse konkurente millegagi edestada, suudetakse rahuldada klientide vajadusi ning kohanduda pidevalt muutuvate tingimustega, siis on ettevõttel läbilöögivõimet ja jätkusuutlikkust ning võimet väärtust hoida ja kasvatada. Seega tuleb nõustuda, et iga ettevõttes tehtud otsus või tegevus mõjutab ettevõtte väärtust kui see mõjutab praegust rahavoogu, tulevast oodatavat kasvumäära, kiire kasvu perioodi pikkust või omanike nõutavat tulunormi.

1.2. Diskonteeritud vabade rahavoogude meetodi koht väärtuse hindamise meetodite süsteemis ja teoreetiline käsitlus

Enne kui ühel või teisel meetodil ettevõtte väärtust hinnata, tuleb täpselt määrata, mille väärtust mõõdetakse, kas ettevõtte varasid või omakapitali või ettevõtte jätkuvuse printsiibist lähtudes ettevõtte väärtust või hinnatakse tema likvideerimisväärtust või ettevõtte vähemusosalust või kontrollpaki hinda (Laid 2003: 2). Teoreetiliselt ei tohi hinnangutes ettevõtte väärtusele kas omakapitali väärtuse hindamise kaudu või tervikväärtuse hindamisel erisusi tulla. Ettevõtte omakapitali väärtust on mõistlik arvutada siis, kui ettevõtte finantsvõimendus on stabiilne ja hindamise eesmärgiks on ettevõtte aktsia hinna leidmine. Ettevõtte tervikväärtus tuleb arvutada, kui ettevõtte kapitali struktuur pole optimaalne, ettevõtte finantsvõimenduse kohta pole piisavalt andmeid või kui hindamise lõppeesmärgiks on ettevõtte kui terviku väärtus. See on oluline ettevõtte

müümisel, ühendamisel ja ülevõtmisel. Tabelis 1.1. on toodud valik ettevõtte väärtuse hindamise meetoditest.

Tabel 1.1. Valik ettevõtte väärtuse hindamise meetodeid

Bilansil põhinevad meetodid	Võrreldavate tehingute meetodid	Segameetodid	Rahavoo diskonteerimine	Reaaloptsioonide hindamise meetodid
Raamatupidamisväärtus	Hind/puhaskasum	Korrigeeritud kasumi diskonteerimise meetod	Dividendide diskonteerimine	Black-Scholesi mudel
Varade turuväärtus	Hind/EBITA	Ekstratulu meetod	Omanike vaba rahavoo diskonteerimine	Binominaalne mudel
Likvideerimisväärtus	Hind/käive		Ettevõtte vaba rahavoo diskonteerimine	Monte Carlo simulatsioon
Asendusmaksumus	Muud suhtarvud			

Allikas: (Zirnask 2008: 122).

Enimkasutatavad ettevõtte bilansil baseeruvad meetodid (Gregory 1992: 100):

- ettevõtte raamatupidamislik väärtus (*book value*) leitaks otseselt ettevõtte raamatupidamisbilansist ning on bilansis kajastuv omakapitali väärtus;
- ettevõtte varade likvideerimisväärtus (*liquidation value*) näitab varade müügist saadud summat, millest on maha arvestatud nende varade müügiga seotud kulutused ning raha, mis läheb kreditoride nõuete rahuldamiseks;
- ettevõtte varade asenduskuludest lähtuv väärtus (*replacement cost*) väljendab kulusid, mis tuleb teha ettevõtte dubleerimiseks ehk kulutused täpselt samasuguseid rahavooge genereeriva ettevõtte loomiseks.

Võrreldavate tehingute meetod võtab ettevõtte väärtuse hindamisel aluseks hiljuti sarnaste ettevõtetega toimunud tegevuste hinna (Zirnask 2008: 126). Suhtelise hindamise (*relative valuation*) meetodi korral kasutatakse spetsiifilisi suhtarve, mis kujutavad endast ettevõtte aktsia turuhinna ning mõne teise ettevõtte tegevust iseloomustava näitaja suhet. Selle hindamismeetodi puhul on enamasti eesmärgiks avaliku ettevõtte puhul välja selgitada, kas vaatlusalune aktsia on börsil üle- või alahinnatud, võrreldes teiste sarnaste aktsiatega. (Fernandez 2002: 24)

Kõige sagedamini kasutatavad võrdlussuhtarvud ettevõtete väärtuse hindamisel on järgmised (Finantsjuhtimise käsiraamat 2003: 2):

- P/E aktsia turuväärtuse ja kasumi suhtarv (*price-to-earnings ratio*),
- P/B aktsia turuväärtuse ja raamatupidamisväärtuse suhtarv (*price-to-book ratio*),
- EV/EBIT ettevõtte väärtuse ja ärikasumi suhtarv (*enterprise value-to-EBITratio*),
- EV/EBITDA ettevõtte väärtuse ja EBITDA suhtarv (*enterprise value-to EBITA ratio*),
- EV/S ettevõtte väärtuse ja müügitulude suhtarv (*enterprise value-to-EBITA ratio*).

Ettevõtte väärtuse hindamine optsioonihindamise mudeli (*option pricing model*) abil seisneb selles, et omakapitali võib vaadelda kui ostuoptsiooni, mis annab võimaluse laenu kustutustähtjal aktsionäridel ettevõtte võlausaldajatele panditud aktsiad piirangutest vabastada. Kõige tuntum optsioonihindamise mudel on Black-Scholes'i mudel, mis on mitmeperioodiline binoommudel. (Damodaran 2001: 730)

Enamasti koosneb väärtuse hindamise protsess viiest etapist (Benninga, Sarig 1997: 80-87):

- uuritakse ettevõtte tegevuskeskkonda;
- koostatakse mudel oodatava finantssoorituse kohta;
- konverteeritakse projekteeritud finantssooritus väärtusnäitajateks;
- kasutatakse alternatiivseid väärtuse hindamise meetodeid (varadel põhinevad, suhtarvudel põhinevad) tulemuste kontrollimiseks;
- hinnatakse väärtusnäitajate poolt võimaldatavaid järeldusi.

Ettevõtte ajalooliste andmete ja mineviku tulemuste analüüsi põhjal ettevõtte finantsolukorra hindamine, ettevõtte väärtust mõjutavate tegurite määratlemine ja ettevõtte majandusnäitajate projektsioon on üks esimesi etappe väärtuse hindamisel. Ettevõtte tulevikusuundumuste prognoosimisele ja võimalike arengute kindlaksmääramisele järgneb omakapitali hinna määramine ning lõppväärtuse hindamiseks metoodikate ja lähemisviiside valimine. Töö autori arvates kõige keerulisem etapp hindamisel on ettevõtte tuleviku majandusnäitajate prognoosimine, sest nende tegelik paikapidavus selgub alles tagantjärei ja nende ennustuskindlust pole planeerimisel võimalik tagada. Tabelis

1.2 on toodud väärtuse hindamise meetodite eelised ja puudused ning nende rakendamise võimalused.

Tabel 1.2. Väärtuse hindamise meetodite eelised ja puudused

Eelised	Puudused	Rakendamine
Diskonteeritud rahavoogude meetod		
Hindab otse tulevikus teenitava rahavoo, mitte kaudsete näitajate põhjal. Arvestab ettevõtte eripäradega. Kõige vähem tulemust moonutavaid lihtsustusi.	Keeruline ja aeganõudev. Tulevikku keeruline prognoosida. Tulemus on manipuleeritav ja sõltub subjektiivsetest hinnangutest. Täpse tulemuse saamiseks peab ettevõtte kohta olema palju infot.	Täpseimat hinnangut nõudvad olukorrad. Ühinemiskursi määramine. Ülevõtmispakkumised. Kohtuvaidlused.
Võrdlusmeetod		
Lihtne ja kiire. Tulemusega manipuleerimine keerulisem.	Võrdlemisel kasutatav ettevõtte ei saa kunagi olla hinnatavaga identne. Puudub võimalus tuvastada miks konkreetne suhtarv selliseks kujunes. Info leidmine tehtud tehingute, börsiettevõtete kohta on keeruline. Börsiettevõtete suhtarvude kasutamisel oht ettevõtet üle hinnata.	Kiirhinnangu andmisel (kiirmeetoditest parim). Diskonteeritud rahavoogude meetodiga leitud hinna kontrollimisel.
Netovara meetod		
Lihtne ja kiire. Leiab väärtuse ka ettevõttele, mis raha ei teeni (ega hakkagi teenima)	Väga spetsiifilisele varale ei ole võimalik täpset turuhinda leida. Ei arvesta bilansis kajastamata väärtust (töötajad, teadmised, kaubamärgid jne).	Olukorras, kus ettevõtte likvideerimisel saadav väärtus on suurem kui toimiva ettevõtte väärtus. Varapõhise ettevõtte puhul (nt kinnisvara).
Gordoni mudel		
Lihtne ja kiire.	Liigselt lihtsustatud (üks kasvumäär, kapitali muutumatu hind. Paljud ettevõtted ei maksa dividende või on need juhuslikud ega allu kindlale dividendipoliitikale.	Börsiettevõtetele kiirhinnangu andmine.

Allikas: (Tark Grunte Sutkiene 2011: 148).

Diskonteeritud rahavoogude meetod arvestab aktsia hinna määramisel seltsi finantsolukorda aktsiate võõrandamise hetkel, tulevikuperspektiive, riskitegureid ja ümbritsevat majanduskeskkonda. Seevastu raamatupidamisväärtus, ei arvesta firmaväärtust, st seltsi positiivset mainet, tuntud ärinime, ärisidemeid, klientuuri jt faktoreid, mis omavad aktsionäri osaluse kaotuse hindamisel olulist tähtsust. Diskonteeritud rahavoogude meetodi kasutamine aktsiate hinna määramisel aktsiate ülevõtmisel on laialdaselt kasutusel nii USAs kui ka Euroopa riikides. (Riigikohtu tsiviilkolleegium... 2014) Seega

võib öelda, et Eesti kohtupraktikas kehtib ka põhimõte, mille kohaselt ettevõtte väärtus on määratud tema poolt tulevikus genereeritud rahavoogude pealt.

Diskonteeritud rahavoogude meetod on universaalne ning kasutatav nii küpsete ettevõtete kui ka kiiresti kasvavate USA, Euroopa ja Aasia tehnoloogiaettevõtete puhul. Erinevat hinnataset eri piirkondades seletavad erinevused fundamentaalnäitajates. Näiteks Aasia ettevõtetel on keskmisest palju madalam P/E suhe kui USA ettevõtetel, kuigi esimeste kasvuväljavaated on suurepärased. Põhjus on selles, et Aasia ettevõtetes on kapitali tootlus palju madalam kui USA ettevõtetes. (Koller 2005: 134)

Finantsteoreetiliselt on DCF (*discounted cash flow*) mudelite eelisteks (Seppa 2006: 40):

- aluseks on ettevõtte tulevased rahavood, mitte ajalugu;
- arvesse võetakse tulevased investeerimisvajadused;
- arvesse võetakse ka nende investeeringute mõju, mis on tehtud mõõdetava perioodi t jooksul;
- tulemused on vabad raamatupidamisreeglite mõjudest (*accounting biases*);
- arvesse võetakse risk ja raha ajaväärtus.

Praktilisel rakendamisel kerkib aga esile rida tegureid - arvestada tuleb, et oodatavate rahavoogude realiseerumine on ebakindel ja seotud riskidega. Ühelt poolt mõjutavad tulemusi kontrollimatud ja prognoosimatud arvestamata turutegurid ning teiselt poolt juhtkonna suutlikkus planeeritud tegevuste elluviimisel. Riskide suurenedes suureneb ka aktsionäride nõutav tulunorm ja sealt edasi kapitali hind. Kasvava ebakindluse tingimustes võimalike arengustsenaariumide hulk suureneb ning seetõttu võivad suurened kaärid prognoosi ja reaalsuse vahel. (Seppa 2006: 41)

Prognoosimine nõuab spetsiaalseid oskusi. Jensen ja Smith Jr. (2002) osutavad agendikulule, mis tuleneb spetsiifiliste teadmiste rakendamisest ettevõtte otsustamisprotsessis. Keeruline ei ole mitte rahavoogude diskonteerimine, vaid selle komponentide (*value drivers*) hindamine. Spetsiifiliste teadmiste tase oleneb vastavate teadmistega agentide arvust ettevõttes. (Jensen, Smith Jr. 2002, viidatud Seppa 2006: 42 vahendusel) Lähedes Eesti ettevõtete suurusest (vt tabel 2.1) võib nõustuda Seppa järeldusega, et enamuses ettevõtetes võib olla spetsiifiliste teadmiste tase madal või väga madal.

Prognoosid teeb juhtkond, kelle tegevust sellega hinnatakse, siis viib see agendikonfliktini. Isiklike huvide (preemiad ja üldine respekt) nimel on juhtkond motiveeritud tegema optimistlikke prognoose, samuti suureneb andmetega manipuleerimise risk. Viimane on väiksem ettevõtetes, kus juhtkond koosneb omanikest. *DCF* mudelite võrdlemine konkurentide või sektori näitajatega on komplitseeritud, eelkõige on probleemiks informatsiooni puudulikkus uute investeeringute ja nende poolt loodavate rahavoogude kohta. Tulemuste võrdlemine (*benchmarking*) on üks olulisemaid indikaatoreid ettevõtte majandustulemuste hindamisel. Ettevõtte väärtus kujuneb kahest komponendist – rahavoogudest prognoositava perioodi jooksul ja jääkväärtusest pärast prognoositavat perioodi (*terminal value*). Kui majandus on kasvufaasis ning vajalike investeeringute tõttu on ettevõtete rahavood negatiivsed, siis sellisel juhul võivad *DCF* mudelid anda eamõistlikke tulemusi. (Seppa 2006: 42-43)

Vastavalt *DCF* meetodile peaks vara investeerimisväärtus olema määratletav omanikule selle kaudu, kui palju see genereerib omanikule tulevikus oodatavat rahalist sissetulekut. Diskonteeritud rahavoogude meetodi kohaselt leitakse ettevõtte kui terviku või omakapitali väärtus, diskonteerides tänasesse päeva vara pealt tulevikus tekkivad (oodatavad) rahavood sobiliku diskontomäära alusel. Teisisõnu võrdub vara väärtus tulevaste oodatavate rahavoogude diskonteeritud nüüdisväärtusega (Damodaran 2001: 751):

$$(1.1) \quad V_0 = \sum_{t=1}^N \frac{CF_t}{(1+k)^t},$$

kus V_0 – vara väärtus käesoleval hetkel,

N – aktiva eluiga,

CF_t – ettevõtte poolt loodav rahavoog aastal t ,

k – rahavoo riskitasemele vastav diskonteerimismäär,

Väärtus sõltub oodatavate rahavoogude suurusest, vara elueast ja rakendatavast diskontomäärast. Rahavoogudel põhinevad meetodid on ettevõttele suunatud vabade rahavoogude (*free cash flow to firm – FCFF*) meetod, omanikele suunatud vabade rahavoogude (*free cash flow to equity – FCFE*) meetod, diskonteeritud dividendide mudel (*discounted dividends model – DDM*) ja kohandatud nüüdisväärtuse meetod (*adjusted present value – APV*) (vt tabel 1.3).

Tabel 1.3. Diskonteeritud rahavoogudel (*DCF*) põhinevad meetodid

Meetod	Sisu	Kasutamine
Ettevõttele suunatud vabade rahavoogude (<i>FCFF</i>) meetod	Ettevõtte vaba rahavoog diskonteeritakse kaalutud keskmise kapitali kulukuse määraga	Enimlevinud väärtuse hindamine <i>DCF</i> -meetod
Omanikele suunatud vabade rahavoogude (<i>FCFE</i>) meetod	Omanikele suunatud vaba rahavoog diskonteeritakse omakapitali kulukuse määraga	Finantsinstitutsioonide väärtuse hindamine
Diskonteeritud dividendide (<i>DDM</i>) mudel	Omanikele suunatud dividendid maksed diskonteeritakse omakapitali kulukuse määraga	Vähemusosaluse väärtuse hindamine
Kohandatud nüüdisväärtuse (<i>APV</i>) meetod	Ettevõttele suunatud vabad rahavood diskonteeritakse finantsvõimendusega omakapitali kulukuse määraga	Riiklike toetusi ja subsidiume saanud ettevõtete väärtuse hindamine või väga kõrge finantsvõimendusega ettevõtted

Allikas: (Koller *et al.* 2005: 104).

Rahakäibe juhtimine on oluline ettevõtte sujuva funktsioneerimise tagamiseks, samas ettevõtte rahakäibest sõltub ka see kui suur on ettevõtte väärtus. Ettevõtte väärtuse määrab rahakäibe osa, mis ettevõtte tegevusest üle jääb - vaba rahavoog. Vaba rahavoog on investorile kättesaadav raha pärast seda, kui ettevõtte on teinud kõik investeeringud nii põhi- kui ka käibevarasse, mis tagavad ettevõtte normaalse majandusliku olukorra ja arengu tulevikus. (Raudsepp 2000: 28) Ettevõtte vaba rahavoog võrdub summaga, mis jääb järele peale seda, kui ettevõtte on katnud kõik oma tegevuskulud ja tasunud maksud, kuid pole veel teinud väljamakseid võlausaldajatele ega omanikele. Ettevõtte vaba rahavoo leidmine toimub järgmiselt (Damodaran 2002: 353):

$$(1.2) \quad FCFF = EBIT \times (1 - \text{maksumäär}) + \text{kulum} - \text{invesseeringud} - \text{põhivarasse} - \text{käibekapitali muutus},$$

kus *EBIT* (*earnings before interest and taxes*) – ärikasum enne intresside ja maksude maksmist.

Ettevõttele suunatud rahavoogude diskonteerimisel kasutatakse diskontomäärana kapitali kaalutud keskmist hinda (*weighted average cost of capital* – *WACC*), mille abil on võimalik arvutada ettevõttesse investeeritud kapitali hindade kaalutud keskmist väärtust kapitali liikide kaupa. Seega on ettevõtte kui terviku arvutamise valem (Damodaran 2002: 13):

$$(1.3) \quad V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}.$$

Ettevõtte väärtuse hindamisel eristatakse prognoosiperioodil loodavate rahavoogude väärtust ja jätkuperioodil loodavate rahavoogude väärtust ehk jätkuväärtust ning lisatakse saadud tulemusele äritegevuses mitteosaleva vara väärtus

$$(1.4) \quad V = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+WACC_t)^t} + \frac{V_T}{(1+WACC_T)^T} + V_{NON},$$

kus V_t – jätkuväärtus,

V_{NON} – äritegevuses osaleva vara väärtus.

Aktsionäridele suunatud rahavoo määramiseks kasutatakse valemit (*free cash flow to the equity – FCFF*) (Damodaran 2002: 352):

$$(1.5) \quad FCFF = \text{puhaskasum} + \text{amortisatsioon} - \\ \text{investeeringud põhivarasse} - \text{käibekapitali muutus} - \\ \text{vanade laenude tagasimaksed (põhiosa, mitte intressid)} + \\ \text{uued laenud}$$

Juhul, kui on tegemist ettevõttega, mis laenukapitali ei kasuta, ainult omakapitali, võrdub ettevõtte vaba rahavoo omanike vaba rahavooga ja see leitakse järgmiselt (Karu, Zirnask 2001: 21):

$$(1.6) \quad FCFF = \text{puhaskasum} + \text{kulum} - \text{investeeringud põhivarasse} - \\ \text{käibekapitali muutus}.$$

Omanike vaba rahavoo diskonteerimise matemaatiline valem (Damodaran 2002: 13):

$$(1.7) \quad V = \sum_{t=1}^{T=\infty} \frac{FCFF_t}{(1+r)^t},$$

kus t – periood,

r – nõutav tulumäär investeeringult.

Dividendide diskonteerimise mudel (*dividend discount model*) põhineb tõigal, et ettevõtte osanikud loodavad ettevõttest tulu saada kahel viisil: dividendidena ajal, mil nad on ettevõtte osanikud, ja aktsaite (osakute) väärtuse kasvust, kui nad oma osaluse müüvad. Et väärtuse määravad ettevõtte tulevikuväljavaated (st tulevased dividendid), siis saabki ettevõtte praeguse väärtuse leida tulevaste dividendide voogu diskonteerides (Karu, Zirnask 2001: 21):

$$(1.8) \quad \text{Ettevõtte aktsia (osaku) väärtus} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{DPS_t}{(1+r)^t},$$

kus DPS – oodatav dividend aktsia (osaku) kohta perioodil,
 t – periood,
 r – nõutav tulumäär investeeringult.

Dividendide diskonteerimise mudel hindab ettevõtte väärtust korrektselt siis, kui ettevõtte dividendid on enam-vähem võrdsed omanike vaba rahavooga vastaval perioodil. See eeldus peab paremini paika stabiilse suuruse saavutanud ettevõtete puhul.

Sõltuvalt ettevõtte kasvu kiirusest saab ettevõtte väärtuse hindamisel kasutada ühe-, kahe- või enamafaasilisi mudeleid. Damodaran (2013) on välja toonud järgnevad põhimõtted, mis aitavad otsustada, millist mudeli valida:

- stabiilse kasvu (*constant growth model*) ehk ühefaasilist mudelit tuleb kasutada siis, kui ettevõtte kasvutempo on stabiilne s.t, et ettevõtte kasvab ligikaudu 1% kiiremini või aeglasemalt, kui kogu tegevuspiirkonna majandus;
- kahefaasilist mudelit (*two-stage model*) tuleb kasutada juhul, kui ettevõtte kasvab keskmise kiirusega (kuni 8% kiiremini, kui kogu majandus tervikuna);
- kolmeafaasilise mudeli (*three-stage model*) abil tuleb ettevõtte väärtust hinnata juhul, kui ettevõtte kasvab väga kiiresti (ületab riigi majanduskasvu üle 8%).

Konstantses tempos kasvava rahavoo nüüdisväärtuse arvutamise valem on järgmine (Damodaran 2002: 359):

$$(1.10) \quad V = \frac{FCFF_1}{k_e - g_n},$$

kus $FCFF_1$ – prognoositav rahavoog esimesel aastal,
 k_e – nõutav tulumäär investeeringutelt,
 g_n – rahavoo juurdekasvutempo.

Gordoni kasvumudel sobib selliste ettevõtete väärtuse hindamiseks, mis on jõudnud küllaltki stabiilsesse arengustaadiumi ja kasvavad aeglasemalt, kui on tegevuspiirkonna majanduse oodatav nominaalne majanduskasv. Stabiilse arengustaadiumi eeldusest tuleb järgmine piirang: vaba rahavoo prognoosi tehes tuleb investeeringud põhivarasse võtta enam-vähem võrdseks kulumiga, sest stabiilne ettevõtte ei tee tohutuid investee- ringuid, ta peamiselt hoiab saavutatud taset. Kapitali hinna puhul tähendab stabiilsuse

eeldus, et omakapitali hind peab olema turu keskmise lähedal (suurt riskipreemiat pole). (Zirnask 2008: 140-141)

Kahefaasiline mudel eeldab, et ettevõtte läbib kiire kasvu faasi ja järgneb tasakaalu faas, kus kasvumäär on stabiilne ning eeldatakse, et stabiilsus kestab pikas perspektiivis. Samas võib seda mudelit kasutada ka selliste ettevõtete hindamiseks, kus eeldatakse madalat või isegi negatiivset kasvumäära algaastatel ning siis pöördutakse stabiilsele kasvule. (Damodaran 2002: 363) Matemaatiliselt väljendades on mudel alljärgnev:

$$(1.11) \quad V = \sum_{t=1}^{T=\infty} \frac{FCFF_t}{(1+r)^t} + \frac{PV_n}{(1+r)^n},$$

kus $FCFF_t$ – rahavoog perioodil t ,

n – aasta, millal kiire kasvu faas lõpeb,

PV_n – aeglase kasvu faasi rahavoogude väärtus aastal n .

Kahefaasiline kasvumudel on enamiku ettevõtete puhul reaalsusele lähemal, kui konstantse kasvu mudel, kuid üleminek on tegelikkuses enamasti sujuvam ja selle võtab arvesse kolmeefaasiline mudel, mis koosneb kiire kasvu faasist, üleminekuperioodist ja aeglase kasvu faasist. Mudeli valem on järgmine (Karu, Zirnask 2001: 108):

$$(1.12) \quad V = \sum_{t=1}^{t=n_1} \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \sum_{t=n_1+1}^{t=n_2} \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{PV_{n_2}}{(1+r)^n},$$

kus n_1 – kiire kasvu faasi lõpp,

n_{1+1} – üleminekufaasi algus,

n_2 – üleminekufaasi lõpp,

PV – aeglase kasvu faasi rahavoogude väärtus üleminekufaasi lõpus.

Kiire kasvu faasis kehtivad aga teistsugused reeglid kui aeglase kasvu faasis. Esiteks on investeringud põhivarasse tõenäoliselt palju suuremad kui kulum (mõnel juhul võib see vaba rahavoo koguni negatiivseks muuta). Teiseks on kapitali hind kiire kasvu faasis kõrgem, kui stabiilse kasvu faasis – risk on ju suurem. (Zirnask 2008: 141)

Ettevõtte jääkväärtus (*residual value* – RV (Fernandez)) või jätkuväärtus (*continuing value* – CV (Copeland)) või lõppväärtus (terminal value – TV (Damodaran)) mingil perioodil väljendab selle ettevõtte kõikide järgnevate aastate vabade rahavoogude väärt-

tust. Ettevõtte lõppväärtuse määramiseks puudub üks üldiselt aktsepteeritav meetod, siinkohal on toodud mitu erinevates olukordades sobivat alternatiivi (Laid 2003: 4-5):

- 1) likvideerimisväärtus – ennustusperioodi lõpul kaalutakse ettevõtte likvideerimist, normaalolukorras alahindab likvideerimisväärtus toimiva ettevõtte jääkväärtust väga oluliselt;
- 2) raamatupidamisväärtus – üldjuhul annab ettevõtte see äärmiselt konservatiivse ettekujutuse ettevõtte jääkväärtusest;
- 3) soovitatav hinna/tulude (*price-to-earnings* ehk P/E) suhtarv – sobiva P/E suhte määramiseks on parimaks võrdlusbaasiks selliste börsil kaubeldavate ettevõtete vastavad suhtarvud, mis tunduvad enim sarnanevat hinnatava ettevõttega;
- 4) perpetuiteet ilma kasvuta – muutumatu ehk ilma kasvuta perpetuiteedi hetkeväärtus on selle iga-aastane rahavoog jagatud diskontomääraga;
- 5) lõpmatu stabiilne kasv – kindla kasvumääraga kasvava lõpmatu rahavoogude jada hetkeväärtus on järgmise perioodi rahavoog jagatuna diskonto- ja kasvumäära vahega.

Juhul, kui hindamismudel baseerub ettevõttele suunatud rahavoogudel pakub Copeland *et al.* (2000: 149) välja väärtusmõjuritel põhineva valemi:

$$(1.13) \quad V_{cont} = \frac{NOLPAT_{T+1} \times \left(1 - \frac{g}{ROIC_I}\right)}{WACC - g},$$

- kus V_{cont} – ettevõtte väärtus jätkuperioodi alguseks,
 $NOLPAT_{T+1}$ – normaliseeritud maksudega kohandatud ärikasum esimesel aastal peale detailse prognoosiperioodi lõppu,
 g – $NOLPAT$ i oodatav kasvumäär,
 $ROIC_I$ – oodatav tulumäär uutelt investeeringutelt,
 $WACC$ – kapitali kaalutud keskmine hind.

Kuna diskonteeritud rahavoogude mudelite prognoosiperiood on tavalistel kuni 10 aastat, siis ülejäänud perioodidel tekkivate rahavoogude nüüdisväärtus leitakse konstantse kasvumääraga perpetuiteedi valemi alusel (Damodaran 2002: 385):

$$(1.14) \quad V_{cont} = \frac{FCFF_1}{WACC - g_n},$$

kus V_{cont} – ettevõtte väärtus jätkuperioodi alguseks,
 $FCFF_I$ – normaliseeritud rahavood esimesel aastal peale prognoosiperioodi,
 g_n – rahavoogude oodatav kasvumäär,
 $WACC$ – kapitali kaalutud keskmine hind.

Finantsprognooside vajadus tekib ettevõtte tulevaste finantseerimisvajaduste hindamisega, vajaduste ennustamine toimub järgmiste põhietappide kaupa (Scott *et al.* 2001: 8):

- 1) prognoositakse ettevõtte müügikäive ja kulud plaaniperioodil;
- 2) hinnatakse kavandatud läbimüügi saavutamiseks vajalikud investeeringud põhi- ja käibevarasse;
- 3) määratakse kindlaks finantseerimisvajadus.

Finantsprognooside koostamiseks kasutatavad peamised meetodid on protsendimeetod ja regressioonianalüüs. Kõige laiemalt on levinud protsendimeetodi rakendamine ja prognoosimisel ei seata eesmärgiks väga suurt täpsust ning meetod seda ka ei taga. Protsendimeetodit võib rakendada (Tearu 2005: 185):

- üksikute finantsnäitajate prognoosimisel;
- väliste finantseerimisallikate vajaduse prognoosimisel;
- ettevõtte kasumiaruande ja bilansi prognoosi koostamisel.

Prognoosimise erinevad lähtekohad (Rünkla 2003: 134):

- 1) Ekstrapoleeriv prognoos – eeldatakse, et minevikus toimunud tsüklid jätkuvad ka tulevikus. Tsüklite muutuste käigu ennustamisel võib arvestada võimalikke juhuslike hälvete teket, nende suurust ja mõju.
- 2) Põhjuslikele seostele toetud prognoos – eeldatakse, et varasemal ajal kehtinud seosed parameetrite vahel kehtivad ka tulevikus, lähtudes mitmest erinevast põhi muutujate kogumist, hinnatakse võimalike tulemuste suunda ja mahtu.
- 3) Arvamustele ja hinnangutele tuginev prognoos - kombineeritakse üksikuid seisukohti, lähtutakse ka mõne kollektiivse organi hinnangust, ekspertide otsustest või uuringutest.

Prognoosimudelites lähtutakse valdavalt ettevõtte müügitulust, enamik bilansi ja kasumiaruande kirjeid seotakse otseselt ettevõtte müügitulust muutustega. Müügi prognoosi kasvumäär sõltub ka sellest, millises kasvufaasis ettevõtte parasjagu asub. Selleks, et

müügiprognoose oleks võimalik üle kanda plaanilisse finantsprognoosi, tuleb hinnata efektiivsust, mille baasil ettevõtte on võimeline müüki produtseerima. Efektiivsuse prognoosimine baseerub suurel määral suhtarvude analüüsil, kus kasutatakse enamasti järgnevaid meetodeid (Benninga, Sarig 1997: 162):

- Ristlõikeline võrdlev suhtarvuanalüüs (*comparing ratios cross sectionally*) – vaatlusaluse ettevõtte konkreetset suhtarvu võrreldakse näitajaga, millega on võrreldud ka teiste sarnaste ettevõtete sarnaseid suhtarve. Eesmärgiks on välja selgitada, kas analüüsitava ettevõtte suhtarv on „liiga kõrge“ või „liiga madal“ võrreldes normiga. Negatiivseks aspektiks on see, et täiesti sarnased ettevõtted puuduvad.
- Aegridadel baseeruv suhtarvuanalüüs (*the time series of the firm's ratios*) - selle meetodi puhul eeldatakse, et tulevik sarnaneb minevikuga. Prognoositakse ettevõtte tulevast toimimist ehk ettevõtte senine käitumine muudetakse normiks. Seega võrreldakse selles meetodis suhtarve läbi aja uurides selle trende. Meetodi idee peitub selles, et ettevõtte unikaalsed tunnusjooned määravad selle suhtarvud ning uurides muutusi suhtarvude trendides saab tuvastada muutusi ettevõtte tegevuses.
- Suhtarvude muutuste ja kõrvalkallete majanduslik tõlgendus (*the economic interpretation of ratio changes and deviations*) – suhtarvude võrdlemine läbi ettevõtete ning üle aja aitab selgitada muutusi ja kõrvalekaldeid.
- Mõõtkavavaba suhtarvude võrdlemine (*comparing ratios on a scale-free basis*) – tihti on finantsaruannete analüüsi alguspunktiks ettevõtte ja selle muutujate ümbersätestamine finantsaruannete mõõtkava baasil. Enamasti sätestatakse kõik kasumiaruande kirjed mingi protsendina müügist ning bilansi kirjed mingi protsendina koguvast. See võimaldab nende aruannete lihtsat võrdlust üle aja ning läbi ettevõtte. Prognoosimine on subjektiivne ja väga suur oht on valedel eeldustel.

Traditsiooniliste finantsprognooside koostamisel võetakse müügikäibe prognoos etteantud tegurina ning ennustatakse selle mõju ettevõtte erinevatele kulutustele, vahenditele ja võlgnevustele (Scott *et al.* 2001: 8). Nagu kõigi investeeringute puhul, on ka ettevõtte väärtuse määramisel suurim praktiline probleem tulevaste rahavoogude prognoosimine. Kuna rahavoogu on keeruline otse piisava täpsusega prognoosida, siis tehakse

seda kaudselt eespool kirjeldatud komponentide kaudu ehk äritegevuse rahavoogu, investeeringuid ja käibekapitali vajadust eraldi prognoosides.

Äritegevuse rahavoo prognoosimiseks koostatakse valitud perioodi iga aasta kohta *pro forma* kasumiaruanded, s.t tavapäraselt eelarvestamist, mida alustatakse ettevõtte tulu (käibe) prognoosimisest, millele järgneb ükshaaval kõigi olulisemate kulude prognoosimine kuni jõutakse ärikasumini. Äritegevuse rahavoo valmimise järel prognoositakse samamoodi aastate lõikes planeeritavad investeeringud ja käibekapitali vajadus. Käibekapitali vajaduse prognoosimisel kasutatakse eelnevalt valminud *pro forma* kasumiaruandeid ning debitoorse ja kreditoorse võlgnevuse ning varude prognoositavaid käibevälteid. Viimaste prognoosimisel võib lähtuda ettevõtte enda varasematest näitajatest. Äritegevuse rahavoo, põhivarasse tehtavate investeeringute ja käibekapitali vajaduse prognoosimise järel valmib ettevõtte rahavoogude prognoos. Tegemist on diskonteeritud rahavoogude meetodi olulisema sisendiga.

Levinumad vead, mida rahavoogude prognoosides tehakse (Tark 2011: 137):

- kasvutempo ülehindamine - kui ühel aastal on paarikümne protsendi suuruse kasvu saavutamine suure töö tulemusena saavutatav, siis samasuguse kasvutempo hoidmine pikema perioodi jooksul on jõukohane vähestele ettevõtetele;
- investeeringute vajaduse alahindamine – kiire kasv vajab enamasti ka suuri investeeringuid;
- üldkulude alahindamine – tihti eeldatakse prognoosides, et üldkulud püsivad ettevõtte kiire kasvu juures stabiilsena, praktikas läheb nii harva;
- mastaabisäästu ülehindamine – tihti nähakse rahavoogude prognoosides ettevõtte kasvuga ette olulist mastaabisäästu tootmis- ja tööjõukulude osas ning selle arvel brutomarginaali märkimisväärse paranemise tasemini, milleni ei ulatu ükski teine samas sektoris praegu tegutsev ettevõtte;
- ainult ühe stsenaariumi prognoosimine – täpne ennustamine on keeruline, seetõttu tuleb hindamisel alati koostada mitu stsenaariumit.

Rahavoo, mis on seotud projekti lõpetamisega, hõlmab tavaliselt projekti likvideerimismaksumuse, pluss või miinus müügist tulenev maksustatav kasum või kahjum (Scott

et al. 1999: 60). Rahavoogude algandmete lähtealused nõuavad suurt tähelepanu, sest sellest sõltub kui paikapidavad on prognoosid.

Tundlikkuse (sensitiivsuse) analüüs määrab kindlaks, kuidas projekti võimalikud praegused puhasväärtused või sisemised tulumäärad muutuvad ühe sisendi väärtuse muutumisel, kui teiste sisendite väärtused hoida muutumatuna. Võimalike praeguste puhasväärtuste ja/või sisemiste tulumäärade muutumist võrreldakse seejärel võimalike tuludega, mis saadi enne sisendi väärtuse muutmist. Tundlikkuse analüüsi nimetatakse tihti ka mis-siis-kui (*what if*) analüüsiks. (Scott *et al.* 1999: 115)

Tundlikkusanalüüsiga uuritakse, milliseks kujuneb projekti nüüdispuhasväärtus (*net present value – NPV*) või investeerimisprojekti sisemine tulumäär (*internal rate of return – IRR*), kui muutub näiteks toote hind või alginvesteeringu suurus. Tundlikkusanalüüs käsitleb ettevõtja suurimaid kahtlusi projekti tasuvuse küsimuses. Kui analüüsida ükshaaval kõiki põhilisi muutujaid saab teada, millised on projekti kriitilised edutegurid. Tundlikkusanalüüsi puudus on see, et korraga muudetakse vaid üht näitajat, kuigi tegelikult on erinevad näitajad omavahel tavaliselt suuremas või väiksemas seoses: kui muutub üks, siis muutub teatud määral ka teine. Samuti näitab tundlikkusanalüüs üksnes mingi näitaja muutuse mõju *NPV*-le, mitte aga selle muutuse tõenäosust. (Zirnask 2012: 2)

Stsenaariumianalüüsis hinnatakse projekti väärtust erinevate arengute korral. Enamasti koostatakse kolm prognoosi: baas-, pessimistlik ning optimistlik prognoos. Kui tundlikkusanalüüsis muudetakse üldjuhul korraga vaid üht muutujat, siis stsenaariumanalüüsis tervet hulka muutujaid nende omavaheliste seoste alusel. Teisiti öeldes esindab iga stsenaarium muutujate teatud kombinatsiooni. Stsenaariumanalüüsil soovitatakse töötada välja mitu finantsplaani varianti üheks ja samaks perioodiks, lähtudes sealjuures majandusliku arengu erinevatest võimalikest stsenaariumidest (Tearu 2005: 184):

- pessimistlik variant - lähtub suhteliselt tagasihoidlikest majandusliku arengu ja ettevõtte tootmis- ning müügiprognoosidest. See on nn. avariiplaan, mis peab välja selgitama ettevõtte ellujäämise võimalused halbades majanduslikes tingimustes. Siin tuuakse ära kulutuste vähenemise teed ning isegi mõningate allüksuste mõõk või likvideerimine;

- baasvariant - lähtub majandusliku arengu ja ettevõtte tegutsemise tõenäolisematest eeldustest;
- optimistlik variant – näeb ette ettevõtte tegutsemise eriti soodsates majanduslikes tingimustes. Kajastab ettevõtte tegevuse laienemist ning selleks kasutatavaid finantsressursse.

Seega finantsplaneerimine võimaldab ettevõttel uurida tegutsemise võimalusi mitmesuguste stsenaariumide korral. (Tearu 2005: 184) Kuigi diskonteeritud rahavoogude meetod on kujunenud ettevõtete hindamisel rahvusvaheliseks standardiks, on igal hindamismeetodil omad eelised ja puudused. Diskonteeritud rahavoogude meetodi rakendamine eeldab hinnatava ettevõtte väga head tundmist ning seetõttu on keeruline ja aeganõudev ning tulemus sõltub subjektiivsetest hinnangutest, kuid *DCF* meetod arvestab ettevõtte eripäradega ja selles on kõige vähem tulemust moonutavaid lihtsustusi.

1.3. Kapitali hind ettevõtte väärtuse seisukohalt

Kapitali hind on tulumäär, mille ettevõtte peab kapitalilt teenima, et tasustada oma investoreid antud riskitaseme juures (Tearu, Krumm 2005: 135). Tegemist on ühelt poolt kompensatsiooniga võetud riskide eest, teiselt poolt kapitali alternatiivkuluga. Väikeettevõttes on juurdunud arusaam, et kapitali hind tähendab vaid võõrkapitali hinda. Selline ekslik arusaam on tekkinud sellest, et omanikele ei tehta erinevalt laenuandjast iga-aastaseid väljamakseid. Omanikele makstakse ettevõtte heade tulemuste korral dividende, kuid see pole kohustuslik. (Kõomägi 2006: 143)

Diskonteeritud rahavoogude meetodi puhul kasutatakse just kapitali hinda rahavoo diskonteerimisel ning nüüdisväärtuse leidmisel. Ettevõtet finantseeritakse nii oma- kui ka võõrkapitaliga, seetõttu tuleb diskontomäära leidmisel arvesse võtta mõlema kapitaliallika hind (Koller *et al.* 2005: 298):

$$(1.15) \quad WACC = \frac{V_E}{V_E + V_D} \times k_E + \frac{V_D}{V_E + V_D} \times k_D \times (1 - t),$$

kus k_E – lihtaktsiate (lihtomakapitali) kulukuse määr,

k_D – laenukapitali kulukuse määr,

V_E – lihtaktsiate (lihtomakapitali) väärtus,

V_D – laenukapitali väärtus,
 t – ettevõtte tulumaksumäär.

Kirjeldatud valem kajastab ka maksukilpi (*tax shield*), kus laenukapitali kulukuse määr on viidud tulumaksujärgsele tasandile, kuna erinevalt eelis- või lihtaktsiatelt makstavatest dividendidest kujutavad ettevõtte jaoks kulu, mis vähendab ettevõtte maksueelset kasumit ehk teisisõnu tekivad intressikulud. Kuna Eesti tulumaksuseaduse kohaselt maksustatakse Eesti ettevõtetes kasumi siis, kui see jaotatakse, kasutatakse kapitali kaalutud keskmise hinna leidmiseks alljärgnevat valemit, ilma ettevõtte tulumaksumäärata ($1-t$):

$$(1.16) \quad WACC = \frac{V_E}{V_E + V_D} \times k_E + \frac{V_D}{V_E + V_D} \times k_D.$$

Kapitali hind on oluline sisend investeeringute eelarvestamisel ning ettevõtte väärtuse hindamisel ja juhtimisel. Investor soovib tavaliselt kompensatsiooni nii tarbimise edasilükkamise (riskivaba reaalne tulu) kui ka võetud riski eest (riskipreemia). Lisaks peab kompensatsioon olema piisav, et katta rahapaigutusega seotud kulutused (nt väärtpaberi omandamisega seotud tehingukulud), raha ostujõu vähenemine investeerimisaja jooksul ning maksud. Riskipreemia suurus sõltub nii investorite suhtumisest riski kui ka võetava riski objektiivsest suurusest. Riski suurus sõltub kapitali liigist (laenukapital, eelisaktiakapital, lihtaktsiakapital), ettevõtet iseloomustavatest näitajatest (tegevusvaldkond, finants- ja tegevusvõimendus, juhtimise kvaliteet), tagatise olemasolust ja liigist ning sellest, kui pikaks ajaks kapital ettevõtte kätte usaldatakse (laenukapitali puhul). (Sander 2003: 1)

Laenukapitali hinna (*cost of debt*) leidmisel tuleb esmalt vastata küsimusele, kas eesmärk on olemasoleva või uue, lähitulevikus hangitava, laenukapitali hinna leidmine. Esimesel juhul võrdub otsene laenukapitali hind võlausaldajate nõutava tulumääraga, teisel juhul aga tuleb laenukapitali hinna leidmisel arvestada ka laenukapitali hankimiseks tehtud kulutustega. Võlausaldajate nõutava tulumäära suurus sõltub sellest, kas tegemist on (Sander 2003: 1):

- madala riskitasemega optsioone mittesisaldava laenukapitaliga,
- kõrge riskitasemega optsioone mittesisaldava laenukapitaliga,

- fikseeritud dividendimääraga eelisaktsiatega,
- optioone sisaldava laenukapitaliga.

Omakapitali hinna (*cost of equity*) leidmisel tuleb esmalt vastata küsimusele, kas leiame olemasoleva või uue omakapitali hinda. Esimesel juhul saame lähtuda üksnes aktsionäri nõutavast tulunormist, teisel juhul, aga peab arvestama ka aktsiate emiteerimisega seotud otseseid ja kaudseid kulusid. Aktsionäride nõutava tulunormi leidmiseks olemasoleva omakapitali (sisemine omakapital) jaoks on erinevaid võimalusi (Sander 2003: 1):

- tuumikaktsionäri etteantud nõutav tulumäär,
- tulunormi leidmine nõutava osaluse põhjal,
- riskilisa meetod,
- finantsvarade hindamise mudel (*capital assets pricing model – CAPM*) ja selle modifikatsioonid.

Finantsvarade hindamise mudelis on riskantsust kajastav komponent jagatud tururiski (süsteemaatiline, mittehajutatav) ja spetsiifilise riski (hajutatav) vahel. *CAPM* üldine valem nõutud tulumäära (K) ehk hinna leidmiseks on alljärgnev (Koller *et al.* 2005: 300):

$$(1.17) \quad K = R_f + \beta \times (R_m - R_f),$$

kus K – omakapitali hind;

R_f – riskivaba tulumäär;

β – vara riskantsuse suhteline mõõt (nn beeta);

R_m – tulumäär, mis on vajalik, et investorid hoiaksid riskantseid aktiivaid sisaldavat laia turuportfelli (turu tulusus).

Omakapitali hind sõltub seega riskivabast tulumäärast, omakapitali tulususe suhtelisest riskantsusest võrreldes teiste riskantsete varadega (riskimõõdust) ning riskipreemiast ($R_m - R_f$), mis on nõutav, et investeringuid tehtaks ka riskantsematesse varadesse kui ainult riskivabad investeringud. *CAPM* mudelit on kritiseeritud vähemal või suuremal määral. Üks suurimaid ettevõtte väärtuse hindamise vigu on ajaloolise omakapitali tootlikkuse segi ajamine oodatava või vajaliku kapitali tootlikkusega. (Nath 2011: 88) *CAPM* konkurendid teevad selgelt märksa parema töö mineviku kasumi selgitamisel, kuna nad ei piira end vaid ühe faktoriga, nagu seda teeb *CAPM* mudel. Mitmele fakto-

rile laiendamine saab aga suuremaks probleemiks kui püütakse seda üle kanda tulevikku, sest siis tuleb kasutada kõigi beetade ja preemiate hinnangulisi väärtuseid. Kuna faktori preemiad ning beetad on ise muutlikud, võib hindamise viga tühistada eelise, mis võidi saada, liikudes *CAPM* mudelilt keerulisemale mudelile. Taandamismudelid, mida samuti alternatiivina pakuti, omavad ka seda hinnanguliste väärtuste probleemi, kuna muutujad, mis turu riskivahendajatena ühes perioodis paremini töötavad (nagu näiteks turukapitalisatsioon), ei pruugi olla need, mis töötavad ka järgmisel perioodil (Damodaran 2002: 78)

FF3FM (Fama French Three Factor Model) tähtsustab rohkem süstemaatilist rahavoogu kui diskontomäära vastuvõtlikkust majanduslangustele. Vastupidiselt tähtsustab *CAPM* ebaproportsionaalselt palju turu muudatustest tingitud korrigeeritud riski. Kuigi mõlemad on süstemaatilised riskid, siis näitasid Dohmeyer ja Lampe (2011) oma uurimusega, kuidas aktsiaturu investorid eelistavad diskontomäära šokki rahavoo šokile. Nad usuvad, et eraettevõtte omanik on veelgi enam ebaproportsionaalselt mures süstemaatilise rahavoo riski üle, kui oma ettevõtte väärtuse muudatuse üle, mis kaasneb vaid turu diskontomäära kasvuga. (Dohmeyer, Lampe 2011: 29)

Kantšukov ja Loemaa (2012) tõid oma uurimuses välja, et Eesti finantsanalüütikud, kes hindavad kapitali kulukuse määra, eiravad maksudega seotud aspekte, kuid arvestavad riigi riskiga. Muude riskidega (väikeettevõtte riskipremia, mittelikviidsusdiskonto, võtmeisiku diskonto) korrigeerimine on üsna hajutatud, mõnel juhul diskonteeritakse lõppväärtust ja mõnel juhul lisatakse riskipremia.

Kuid majandusteadlased ei ole veel pakkunud ühtegi teist riskivaba tulumäära alternatiivi, mis leiaks sama laiaulatuslikku kasutamist, nagu riiklike võlakirjade tulusus. Seetõttu kasutatakse võrreldava riskivaba tulumäära lähtealuseks riskiaktivate hindamisel enamasti just seda. (Jegorov 2010: 53) Riskivaba tulumäära leidmiseks on kolm võimalust (Karu, Zirnask 2001: 79-80):

1. Võtta aluseks valitsuse lühiajaliste võlakirjade tulumäär, ent Eestis valitsuse võlakirjade turgu pole, seega pole teada ka nende turuintressimäära. Isegi kui oleks, poleks õige võtta Eesti valitsuse võlakirjade tulusust riskivabaks intressimääraks, sest Eesti riigi reiting on mitu palli madalamal kui kõige kõrgem võimalik hinne – s.t Eesti riigi võlakirjad ei ole päris riskivaba investering. Seepärast on riski-

vabaks intressimääraks õigem võtta Eestiga samas majandusruumis (s.o eurotsoonis) oleva riigi võlakirjade tulusus.

2. Võtta esimese aasta rahavoo diskonteerimisel aluseks valitsuse lühiajalise võlakirja hetke turuintressimäär, järgmistel perioodidel selle *forward*-intressimäär (s.t intressimäär, mis tuleneb hinnast, millega lühiajalisi võlakirju saab ette osta). Praktikas kasutatakse *forward*-intressimääradel põhinevat varianti suhteliselt harva, sest see on keerukam, aga samal ajal ei ole märkimisväärselt täpsem kui teised meetodid.
3. Võtta aluseks valitsuse pikaajalise võlakirja tulumäär. See on eelmisest õigem näitaja selles mõttes, et 10-aastane võlakiri on oma iseloomult aktsiale palju lähedasema iseloomuga investering kui aastase tähtajaga võlakiri.

Riskivaba tulumäärmäär ei ole konstantne suurus vaid muutub ajas pidevalt, sõltuvalt sellest, milline on keskpanga rahapoliitika, sõltudes inflatsioonitasemest, sest keskpanga üks põhiülesandeid on inflatsiooni madalal hoida ning sõltub ka sellest, milline on olukord rahvusvahelistel finantsturgudel. Beetakordaja näitab, kas ettevõtte on turul riskitaseme poolest keskmisest ettevõttest riskantsem või mitte. Turuindeksi beetakordaja on üks. (Kõomägi 2006: 153) Beetakordaja on sisuliselt süstemaatilise riski suhteline mõõt. Süstemaatiline risk on see osa väärtpaberitega seotud riskist, mida pole võimalik portfelli koostamisega hajutada. Beetakordaja valem on järgmine (Kõomägi 2006: 153):

$$(1.18) \quad \beta = \frac{\text{cov}_{im}}{\sigma_m^2},$$

kus cov_{im} – aktsia i tulumäära ja turuulumäära vaheline kovariatsioon,

σ_m^2 – turutulumäära dispersioon.

Kui investor (eriti väikeettevõtja) ei diversifitseeri, siis ootab ta kompensatsiooni lisaks mittesüstemaatilise riski eest, seega tuleb tavalist beetakordaja valemit korrigeerida. Kohandatud beetakordaja näeb välja järgmine (Kõomägi 2006: 153):

$$(1.19) \quad \beta_T = \frac{\sigma_i}{\sigma_m} = \frac{\beta_i}{\text{corr}_{im}},$$

kus β_i – aktsia koguriski beetakordaja,

σ – aktsia i tulumäära standardhälve.

Beetakordaja valemid ei saa rakendada turul mittenoteeritud ettevõtete kohta. Probleemi lahenduseks on võrdlusmeetod, mille puhul beetakordaja hinnanguna kasutatakse samal tegevusalal tegutsevate noteeritud ettevõtete keskmist beetakordajat.¹ Aluseks tuleb võtta majandusharude finantsvõimendusega beetakordajad ja neid ise vastavalt konkreetse ettevõtte finantsvõimendusega korrigeerida² (Damodaran 2002: 154):

$$(1.20) \quad \beta_L = \beta_U \times \left(1 + \frac{D}{E}\right),$$

kus β_L – ettevõtte võimendusega beetakordaja,

β_U – majandusharu finantsvõimendusega beetakordaja,

$\frac{D}{E}$ – võõrkapitali osakaal jagatud omakapitali osakaaluga.

CAPM mudeli rakendamisel valmistab probleeme tururiski preemia leidmine. Tururiski preemia on kompensatsioon süstemaatilise riski võtmise eest. Võib kasutada kahte lähenemist: ajalooliste andmete alusel arvutatav riskipreemia ja oodatava riskipreemia leidmine. Ameerika Ühendriikides kasutatakse tavaliselt aktsiaturu põhjal leitud aktsiaindeksi tulususe (S&P 500) ja valitsuse pikaajaliste võlakirjade tulususe erinevust.³ Kui tegemist on väikeettevõttega, peab arvestama ka täiendavat riskipreemiat, mis on seotud ettevõtte väiksusega. Põhjus on selles, et väiksus tingib tulude suurema volatiilsuse, esineb raskusi täiendava kapitali hankimisel ja väikeettevõtte aktsiad on madala likviidsusega. (Kõomägi 2006: 154-155)

On levinud arvamus, et väiksemad ettevõtted on tõeliselt suurtest ettevõtetest riskantsemad. Väiksematel ettevõtetel tuleb funktsioneerimisel teha tegemist suuremate riskidega – nad on tundlikumad majanduslangustele ja paljud neist on orienteeritud nišiturgudele, mis võivad nii kiiresti tekkida kui ka kiiresti kaduda. Teiseks, väiksemad firmad toetuvad suurtest firmadest rohkem laenukapitalile. Need erinevused põhjustavad väiksemate firmade suuremat kasumite ja rahavoogude kõikumist, mis tähendabki suuremat riski. (Scott *et al.* 2001: 107)

¹ Tegevusalade keskmised beetakordajad on esitanud New Yorgi Ülikooli rahandusprofessor A. Damodaran.

² Valem ei kajasta maksukilpi, sest Eesti tulumaksuseaduse kohaselt maksukilpi ei teki.

³ A. Damodaran avaldab riskipreemias eri aastate kohta oma kodulehel, seega ei ole tarvidust eraldi tulumäära leida.

Eesti väikeettevõtja, kes ei diveersifitseeri, peab omakapitali hinna leidma järgmise valemiga (Sander 2009: 4)⁴:

$$(1.21) \quad k_s = R_f^* + \beta_T \times RP_m^* + RP_S,$$

kus R_f^* – arenenud riigi valitsuse võlakirja tulusus tähtajani (*YTM – Yield to Maturity*),

RP_m^* – tururiskipreemia korrigeerituna Eesti riigi riskiga,

RP_S – väikeettevõtte riskipreemia,

β_T – aktsia koguriski beetakordaja.

Uue, välise omakapitali kaasamisel tuleb lisaks omanike nõutavale tulunormile arvestada ka emissioonikuludega (*flotation costs*), emissiooniga kaasnevale kontrolliõigusele (*control rights*) jagunemise muutusega ning seniste aktsionäride ostueesõigusega (*subscription rights*) uute aktsiate omandamisel. Sõltumata omakapitali kulukuse määra arvutamisel kasutatavatest keerukatest mudelitest, sõltub hinna leidmine hindaja enda ja valitsevatest subjektiivsetest seisukohtadest.

1.4. Mikroettevõtte väärtuse hindamise eripärad Eesti keskkonnas

Väike- ja keskmise suurusega ettevõtted (tüüplühend VKE) moodustavad 99% kõikidest Euroopa ettevõtetest, kusjuures 90% VKE-st on tegelikult mikroettevõtted, kus on vähem kui kümme töötajat ja keskmiselt on viis töötajat. Need mikroettevõtted moodustavad 53% kõigist Euroopa töökohtadest ja seega on nende tähtsus majandusele suur. (Small and... 2013) Euroopa Komisjoni (*European Commission*) klassifikatsioonis eristatakse VKE-s kolme suursuskategooriat (Annual Report... 2013):

- mikroettevõtte < 10 töötajat, müügitulu < 2 mln eurot, bilansimaht < 2 mln eurot;
- väikeettevõtte < 50 töötajat, müügitulu < 10 mln eurot, bilansimaht < 10 mln eurot;
- keskettevõtte < 250 töötajat, müügitulu < 50 mln eurot, bilansimaht < 43 mln eurot.

⁴ Alates Eesti liitumisest eurotsooniga pole Eestis tegutsevate ettevõtete puhul valuutariski preemia kasutamiseks enam üldjuhul vajadust.

Töö autor leidis, et mikroettevõtte tasemel on väärtuse hindamise empiiriliste uuringute baas väga piiratud, vähe on ka uuringuid VKE-de lõikes, enim on käsitletud börsil mittenoteeritud ettevõtteid, kus kõiki sellesse kategooriasse kuuluvaid ettevõtteid on käsitletud ühise valimina, hoolimata väga suurest sisulisest erinevusest. Väikeettevõtte iseloomulike tunnustena tuuakse välja suhtelist väiksust (tööstusharu või turu suhtes), omanikepoolset juhtimist⁵ ja sõltumatust. (Small and...2013)

Mikroettevõtete väärtust on autori arvates Eestis vähe hinnatud seetõttu, et mikroettevõtetel ei teki vajadust väärtuse hindamiseks, seda küll erinevatel põhjustel. Kui Skandianaaviamaades on tüüpiliseks ettevõtlusega lõpetamise põhjuseks pensionile jäämine, võib Eestis levinud põhjuse (vähene kasumlikkus) taga peituda arusaam, et ettevõttel ei olegi peale omaniku töö ja vaeva mingit väärtust. See võib näidata liiga väikest ambitsioonikust, aga ka oskamatust ettevõtte väärtust niisuguseks kasvatada, et seda pensionisambaks võiks pidada. (Globaalne...2012)

Omanikepoolse juhtimise tõttu võib mikroettevõtte väärtuse hindamist mõjutada ka mitmed psühholoogilised aspektid. Üheks aspektiks võib olla nähtus, kus kauba eest küsitakse arusaamatult kõrget hinda, s.t endale kuuluva asja ülehindamine (*endowment bias*). Inimesed tunnetavad ostmisel makstud rahasummat väärtuslikumana kui seda, millest jäädakse ilma müügist loobumisel. Sõltuvalt varast ja inimesest või ülehindamise taga olla muidki psühholoogilisi motiive. Eriti tugevalt ilmneb ülehindamise kalduvus pärandiks ja kingitusteks saadud või lähedastelt ostetud vara puhul, sest siin on oluline roll ka emotsionaalsel sidemel varaga. Finantsküsimumustes ülehindamise peamine oht on vara või väärtpaberite müügiga venitamine. Liiga kõrget hinda küsides ja muid ettekäandeid tuues võtab omanik riski, et laseb õige müügiaja mööda. (Zirnask 2009: 1-2)

Kuna finantsotsuse või -prognoosi tegemine, vara väärtuse hindamine või muu sarnane analüüs algab alati mingist lähtepunktist ning aluseks võetakse mõned sarnased tehingud, vara ostuhind, eelmine prognoos, siis võib otsustajaid varitseda rahanduspsühholoogiline lõks – ankurdamine (*anchoring bias*). Ankurdamise efekt leiab aset siis, kui inimene mõtleb teatud väärtusele enne tundmatu suuruse hindamist. (Kahneman 2013:

⁵ Mõistet omanik-juht (*owner-manager*) käsitletakse laiendatud mõttes, hõlmates nii ettevõtjaid (*entrepreneurs*) ja väikeettevõtte juhte (*small business managers*).

118) Ankurdamist esineb tihti ostu-müügiläbirääkimistes (nt ettevõtete, kinnisvara, kasutatud autode puhul), kasumiproгноosides, makroproгноosides, hinna kujunemisel avalikes aktsiapakkumistes, internetioksjonitel jne. Eriti tugev ankur on vara (nt. aktsia) ostuhind, samuti varasemad majandusnäitajad või -proгноosid. (Zirnask 2009: 2)

Oluline aspekt väärtuse hindamisel on see, kas tegemist on avalikult kaubeldava ettevõttega või mitte. Börsil noteeritud ettevõtted on üldjuhul märksa likviidsemad: neid on võimalik kiiresti müüa olulist väärtust kaotamata. Block (2007) uuringus mõistetakse madala likviidsuse all kiire realiseerimise võimatust. Uuringus tehti kindlaks, et likviidsuse allahindlus (*liquidity discount*) varieerus vahemikus 15-30%. Samas toodi välja, et allahindlusprotsentide kasutamine ettevõtte väärtuse hindamisel ei pruugi olla õige ja igal konkreetsel juhul tuleb süveneda ostu-müügi tingimustesse ja ettevõtte omapäradesse. Võimalike põhjustena toodi välja noteerimata ettevõtete suurus (valdavalt väiksemad), mistõttu väärtuse vahe konkreetses tehingus võib tuleneda tulu kasvutempost, mitte likviidsuse allahindlusest. Teiseks on omanikud ettevõttega tihedalt seotud (omanikest ettevõtte juhid) nii, et tasutav müügihind võib olla varjatud mõne muu tehingu taha (turutingimustest erinevad tasustamistingimused) ja kolmandaks on osa hinnavahest seotud vähese informatsiooni kättesaadavusega noteerimata ettevõtete kohta ja sellest tulenevate suurte tehingukuludega, ostueelne analüüs (*due diligence*), et saada kinnitust arusaamale, mida ostetakse ja muud tegurid, mida ostja võib soovida ostuhinnast maha arvata. Seda allahindlust võib liigitada ka kui börsil noteerimata ettevõtte allahindlust. Block leiab, et tegelik allahindlus peab olema väiksem. (Block 2007: 38)

Väärtuse hindamise põhimõtted on samad, kui on tegemist börsil noteeritud ettevõttega või mitte, kuid börsil noteerimata ettevõtete puhul kaasneb hindamisega erinevaid nüansse. Damodaran (2002: 662-663) on välja toonud neli olulist erinevust börsil noteeritud ja börsil noteerimata ettevõtete vahel, mis võivad mõjutada hindamiseks vajalikke sisendeid:

1. Börsil noteeritud ettevõtete raamatupidamise ja majandusarvestuse printsiibid on kindlalt reglementeeritud, mis võimaldab tuvastada iga finantsaruande sisu ning võimaldab võrrelda erinevate ettevõtete tulusid.

2. Börsil noteerimata ettevõtte kohta on saadaval vähem informatsiooni, kui börsil noteeritud ettevõtte kohta. Seda nii aastate arvu kontekstis, mille jooksul informatsioon on kättesaadav, kui ka igal aastal kättesaadava informatsiooni kontekstis. (Eestis peavad börsil noteeritud ettevõtted esitama NASDAQ OMX Tallinna börsile kvartali- ja aastaaruandeid, mille koostamisel on järgitud IFRS (*International Financial Reporting Standards*) ja IAS (*International Accounting Standards*) nõudeid).
3. Börsil noteerimata ettevõtete omakapitali hinda ja selle ajaloolisi andmeid pole võimalik leida. Lisaks tähendab turu puudumine seda, et aktsiapositsiooni müümine börsil noteerimata ettevõttes võib olla tunduvalt keerukam (ja kallim) kui selle müümine börsil noteeritud ettevõttes.
4. Börsil noteeritud ettevõtetes palkavad omanikud ettevõtet juhtima tegevjuhi ning enamus aktsionäre hoiab oma aktsiaportfellis mitmete ettevõtete aktsiaid. Börsil noteerimata ettevõtete omanikud on aga tihti ettevõtte juhtimisega isiklikult seotud ja ka oma vara sellesse investeerinud. Omaniku ja juhataja vahelise eristuse puudumine võib tuua kaasa isiklike- ja ettevõtlushkulude segunemise ning muuta palga ja dividendide (või nende analoogide) eristamise keerukaks kui mitte võimatuks.

Mistahes toodud erisus võib mõjutada diskontomäärasid, rahavooge ja ennustatavaid kasuväärtusi ning need omakorda muudavad ettevõtte väärtust. Eestis on alates 1. jaanuarist 2010 kohustuslik esitada majandusaasta aruanne ja sellega koos esitatavad dokumendid kuue kuu jooksul arvates majandusaasta lõppemisest Maakohtu registri-osakonnale. Majandusaasta aruanne esitatakse elektrooniliselt e-aruannekeskkonna kaudu (RPS §14¹) e-äriregistri teabesüsteemis saab teha päringuid juriidiliste isikute kehtivate ja ajalooliste andmete kohta, tasu eest on võimalik tellida ettevõtete majandusaasta aruandeid. Seega võib öelda, et Eestis on võimalik alates 2010. aastast leida avalikest registritest informatsiooni huvipakkuvate ettevõtete kohta.

Kontrollosaluse soetamine ettevõttes erineb oluliselt vähemusosaluse soetamisest. Väikeaktsionär on passiivne vaatleja, samal ajal on aktsiate kontrollpaki omanikul vabadus muuta viisi, kuidas ettevõtte äri ajab ja seeläbi võib-olla ka oluliselt suurendada ettevõtte väärtust. Osa, millega kaasneb kontrolliõigus on tihti 20-30% võrra hinnalisem väike-

aktsionäridele kuuluvast osast. Võtmeisiku diskontot (*key person discount*) kasutatakse juhul, kui eksisteerib ettevõtte edukuse suur sõltuvus vähestest võtmeisikutest. Võtmeisiku lahkumisel ettevõttest võib viimase väärtus oluliselt langeda ning äärmuslikul juhul võib ettevõtte tegevuse lõpetada. Ühe isiku liiga suur mõju ettevõtte tegevusele suurendab selle ettevõtte riskitaset ja vähendab ettevõtte väärtust. Võtmeisiku allahindlus tuleb kõne alla enamasti väiksemate ettevõtete puhul (tihti omaniku juhitud). Võtmeisiku allahindlus on rakendatav ettevõtte tasandil. Võtmeisikul võivad olla (Pratt 2001: 230):

- head isiklikud suhted klientidega,
- head isiklikud suhted tarnijatega,
- unikaalsed teadmised ettevõttes rakendatava tehnoloogia osas,
- unikaalne visioon,
- töötajaskonna lojaalsus,
- head juhiomadused,
- tugev finantsiline seljatagune.

Tugev sõltuvus vähestest võtmeisikutest muudab ettevõtte riskantsemaks ning tekitab vajaduse vähendada ettevõtte väärtust. Võtmeisiku diskontot vähendavad ettevõtte kasuks sõlmitud elukindlustusleping ning selliselt sõnastatud töölepingud (juhtimislepingud), mis keelavad peale ettevõttest lahkumist samas valdkonnas tegutseda (ehk siis pakkuda konkurentsi endisele tööandjale). Võtmeisiku diskontomäär sõltub võtmeisiku(te) mõjust ettevõtte seniste tulude tagamisele ja hilisemate tulude genereerimisele. Võtmeisikutega seotud diskonto suuruseks soovitatakse arvestada 10-35%. (Pratt 2001: 229-231)

Mikroettevõttes on tihti nii omanik kui ka tegevjuht ning seetõttu võib esineda probleem, kus äri- ja erakulusid pole võimalik eristada või on see keeruline. Paljud börsil noteeritud ettevõtete omanikud tegutsevad enda elukohas asuvas kontoris, kasutavad sama sõidukit nii äri- kui eraelulisel otstarbel ning jagavad töö- ja elukoha vahel samu teenuseid – telefoni, interneti jm. Kui era- ja ärikulud kattuvad, peab börsil mittenoteeritud ettevõtte tegevuskulusid hindama enne erakulude juurdearvamist. Sellega kaasnevaks probleemiks on asjaolu, et eraettevõtete omanikud pole alati valmis kulutusi puudutavaid üksikasju avaldama ja nendega võivad kaasneda täiendavad maksud.

(Damodaran 2002: 673) Eestis on tulumaksuobjekti määratlemisel kasutusel pöördprintsip võrreldes maailmas kasutatavaga - kasumi kasutamise viisid on maksustatavad. Seetõttu võib öelda, et kõik erisoodustumaksuga maksustatavad kulud ja hüved on erakulud ning tuleks väärtuse hindamisel välja jätta, kui nende kindlaks tegemine on komplitseeritud.

TuMS §48, mis reguleerib tulumaksu arvestust erisoodustustelt, sätestab lg 4-s, et erisoodustus on rahaliselt hinnatav soodustus, mida antakse töö- või teenistussuhtega, juriidilise isiku juhtumis- või kontrollorgani liikmeks olekuga või pikaajalise lepingulise suhtega, olenemata erisoodustuse andmise ajast. Erisoodustus on muuhulgas ka sõiduki või muu tööandja vara tasuta või soodushinnaga kasutada andmine teenistusülesanneteks või tööandja ettevõtlusega mitteseotud tegevusteks (Tulumaksuseadus... 2014)

Börsil noteerimata väikeettevõtte puhul on kasutusel väärtuse hindamise segameetodid, mis kombineerivad elemente teistest väärtuse hindamise meetoditest või lähtub investor oma nägemusest ettevõtte väärtuse kohta. Investorid, kes ei usu mudelitesse, kasutavad *EBIT*-i põhist lähenemist, mida kordistades nad ostavad ja müüvad ettevõtteid. (Nath 2011: 88) Väikeettevõtete hindamisel maaklerite poolt on kasutusel omaniku diskretsionaalse tulu meetod (*seller's discretionary earnings – SDE*), ettevõtete hinnatakse tulu põhjal, mis jääb omanikule kulutamiseks oma äranägemise tarvis. Meetodi eeliseks on lihtsus ja see teeb kergemaks väärtuse leidmise matemaatiliselt, kuid samas on ka kergem teha vigu rahavoo määratlemisel. Mudel võtab arvesse ettevõtte mitterahalisi kulusid ja ettevõttes töötavate omanike kulutusi, mille võrra korrigeeritakse puhaskasumit (-kahjumit). Klassikaline *SDE* eeldab, et omanike rahavoog on samas proportsioonis soetatava osalusega (Stitely 2011: 23)

Alates 2000. aastast rakendatakse Eestis *DPT* (*distributed profit taxation*) tulumaksusüsteemi, mille raames kuulub maksustamisele ettevõtte omanikele maksustamisperioodi vältel jaotatud kasum (nii dividendidena kui muude kasumieraldiste vormis). *DPT* erineb seega oluliselt traditsioonilisest *GPT* (*gross profit taxation*) süsteemist, kus tulumaks arvestatakse ettevõtte maksustamisperioodi puhaskasumilt. Selline süsteem loob tugeva motiivi säilitamiseks teenitud tulu. Empiirilised uuringud on tõestanud, et rahaliste vahendite tase (*cash-to-assets ratio*) on alates 2000. aastast tõusnud, sõltudes

ettevõtte suurusest ja tööstusharust. Mikroettevõtetes moodustab raha üle poole nende bilansist, sellisel juhul peab rakendama allahindlusdiskontot. (Sander *et al.* 2014: 217)

Vastavalt Eesti Tulumaksuseadusele (TMS) peab dividende maksev ettevõtte tasuma tulumaksu vastavalt kehtivale maksumäärale. 2014. aastal rakendatavaks maksumääraks on 21% ja alates 2015. aastast 20%. (Tulumaksuseadus... 2014) Tulumaksuseadus sisaldab ka mitmeid sätteid, mis vähendavad võimalikku topeltmaksustamist (TMS §50, §60). Äriühing ei pea dividendide maksmisel tasuma tulumaksu, kui dividendideks jaotatakse kasumit, mis tekkis tänu selliselt äriühingult saadud dividendidele, millest vähemalt 10% kuulub vaatlusalusele äriühingule. Residendist eraisiku jaoks aga residendist äriühingult saadavad dividendid maksustatava tulu hulka ei kuulu.

Võib öelda, et sõltumata mastaabist on äritegevus alati seotud riskiga, paraku on mikro- ja väikeettevõtete riskid suuremad, seega ei saa mikroettevõtete hindamisel piirduda makrotasandi analüüsiga, vaid vajalik on ka mikrotasandi põhjalik ja süvitsi vaatlemine. Kokkuvõtvalt võib öelda, et mikroettevõtet tuleb enne hinnangu andmist põhjalikult analüüsida ning tõenäoliselt tuleb rakendada, kui vajalikuks osutub, erinevaid diskontomäärasid.

2. OSAÜHING ELTETE EESTI VÄÄRTUSE HINDAMINE

2.1. Ettevõtte tegevuskeskkond ja senise tegevuse edukuse uuring

Käesoleva magistritöö teoreetilises osas käsitleti ettevõtte väärtuse hindamist ning ettevõtte väärtuse hindamist diskonteeritud rahavoogude meetodil. Tuginedes eelnevalt koostatud teoreetilisele raamistikule, analüüsitakse käesolevas alapunktis tegevuskeskkonda, milles OÜ Eltete Eesti tegutseb. Tegevuskeskkonna olukorra uurimiseks kasutati käesolevas töös Statistikaameti koduleheküljel avaldatud andmeid nii ehitussektori (antud ettevõtte tegevusvaldkond) kui ka tööjõu (hõive, palk) kohta ja Rahandusministeeriumi ning Eesti Panga poolt koostatud tööturuprognose, mis on koostatud kuni 2018. aastani.

Ülevaate andmiseks OÜ Eltete Eesti senisest tegevuse edukusest viis töö autor läbi intervjuud ettevõtte ühe osanikuga (juhatuse liige/tegevjuht) ja müügijuhiga, lisaks analüüsib töö autor ettevõtte majandusaasta aruandeid. Majandusaasta aruannete alusel viiakse läbi finantsaruannete horisontaal- ja vertikaalanalüüs ning leitakse olulisemad suhtarvud. Horisontaalanalüüs jälgib ja analüüsib nii kasumiaruannet kui ka bilanssi valitud perioodi jooksul. Selle abil on võimalik näha erinevate kirjete protsentuaalseid muutusi ning trende üle aastate. Ettevõtte põhitegevusalaks EMTAK klassifikaatori (46732) järgi on sanitaarseadmete jm ehitusmaterjalide hulгимүүк, selle alusel liigitatakse OÜ Eltete Eesti hulgi- ja jaekaubanduse valdkonda, kuid kuna tooteid ja teenuseid pakub ettevõtte Eesti ehitusturul, siis järgnevalt on vaadeldud Eesti ärikeskkonda ja Eesti ehitusturu olukorda ning selle väljavaateid.

Eestil on üleilmsete tagasilöökidega kohanemisel olulisel määral abiks kiire kasvu perioodil kogutud reservid, mis leevendavad majanduse tsüklilisusega kaasnevaid mõjusid. Eesti maksusüsteem on lihtne, on vähe erandeid, ettevõtete kasvu ning investeringuid soodustatakse tulumaksuvabastuse abil. Eesti on e-riik, kus saab ettevõtte luua

internetis vähem kui viie minutiga. Ettevõtte asutamise toimingud on ärinime valik ja kontroll, kaubamärgi valik ja kontroll, kaubamärgi registreerimine ja kaitsmine, põhi-tegevusala valimine, ettevõtte registreerimine, ettevõtte registreerimine Maksu- ja Tolli-ametis, töötajate arvelevõtmine Haigekassas ning interneti domeeni registreerimine. (Eesti.ee 2014)

Erinõuded tulenevad OÜ Eltete Eesti tegevusalal tegutsemisel kaubandustegevuse seadusest, mis kohustab tegema registreeringu veel hulgikaubanduse tegevusalal, majandustegevuse registris. Järgnev tabel 2.1 annab ülevaate Eesti ettevõtete jaotusest töötajate arvu järgi. Kuna ettevõtete loomine on lihtne, siis paistab silma mikroettevõtete (1-9 töötajat) suur osakaal - 90% kogu Eesti ettevõtete arvust. Järgnevas tabelis 2.1 on toodud ära Eesti ettevõtete jaotus töötajate arvu järgi 2012. aastal.

Tabel 2.1. Eesti ettevõtete jaotus töötajate arvu järgi 2012. aastal

Töötajate arv	Ettevõtete arv	Osakaal ettevõtete koguarvust, %	Müügitulu ettevõtte kohta, tuh eurot
1-9	59 471	90	256
10-49	5 452	8	3 511
50-249	1 083	2	10 600
250 ja enam	156	0	70 814
Kokku	66 162		

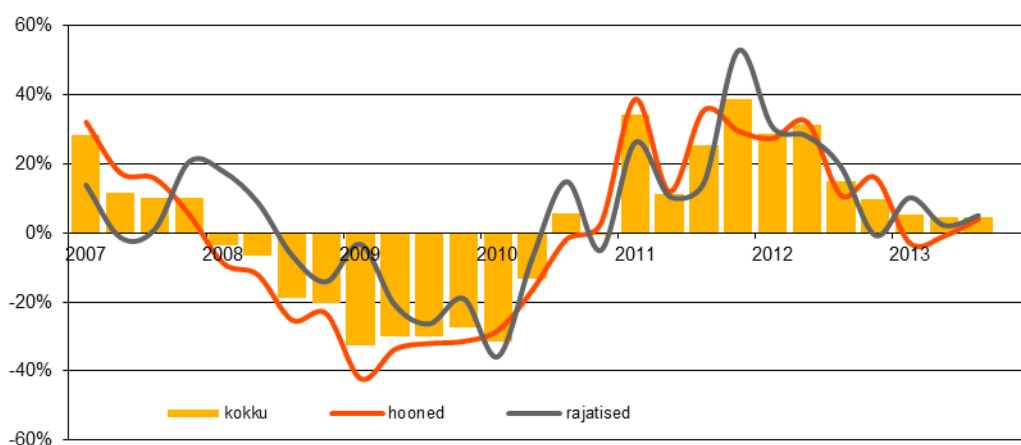
Allikas: (Statistikaamet 2014); autori koostatud.

OÜga Eltete Eesti samal tegevusalal tegutsevaid ettevõtteid (hulgi- ja jaekaubandus; mootorsõidukite ja mootorrataste remont) oli 2012. aasta seisuga 18 928. Kuna turule tulemiseks sisenemisbarjääre pole, siis konkurente on palju ja konkurents on tihe, uusi tulijaid samasse valdkonda lisandub igal aastal, kuid kui kauaks ja kas nad ka pikas perspektiivis püsima jäävad on iseküsimus.

Turult lahkumise ehk vabatahtliku likvideerimismenetluse peaprobleemiks Eestis on see, et kui tegu on ühingu, kellel ei ole ühtegi võlausaldajat, on praegune likvideerimismenetlus liiga aeganõudev ja keerukas, mis väljendub eelkõige likvideerimismenetluse mitmeetapilisuses. Selline lahendus ei soosi äriühingute vabatahtlikku likvideerimist, vaid motiveerib huvitatuid isikuid pigem ootama, et ühingu sundlõpetamise korraldaks riik omal algatusel. (Justiitsministeerium... 2013)

Eesti majanduskeskkonda võib iseloomustada kui väga tundlikku, mis tuleneb selle väiksusest (Seppa 2006 : 41). Tundlik on ka ehitussektor, peamiselt siseturul tegutseva ehitussektori olukord sõltub suuresti Eesti majanduse üldisest seisundist ja reageerib selle muutustele viitajaga. Majanduslangus annab viimasena tunda ehitussektoris ja kriisi järel elavneb ehitustegevus hiljem.

Statistikaameti andmeil hakkasid ehitusmahud vähenema 2008. aasta algusest ja 2010. aasta esimesel poolel jõudis ehitusturg sügavaimasse madalseisu. Samal ajal hakkas ettevõtlussektor tervikuna juba kriisist väljuma. 2013. aastal tehti Eestis omal jõul ehitustöid ca 2 miljardi euro väärtuses, mis oli võrreldes varasemalt prognoosituga positiivne. Erinevuse põhjuseks oli Euroopa Liidu vahendite kahanemise hilisem oodatud mõju, mis avaldub eeldatavalt 2014. ja 2015. aastal. (Zibo 2014) Järgneval joonisel 2.1. on välja toodud ehitusmahude aastane kasv 2007 – 2013.



Joonis 2.1. Ehitusmahude aastane kasv (Allikas: Statistikaamet 2014).

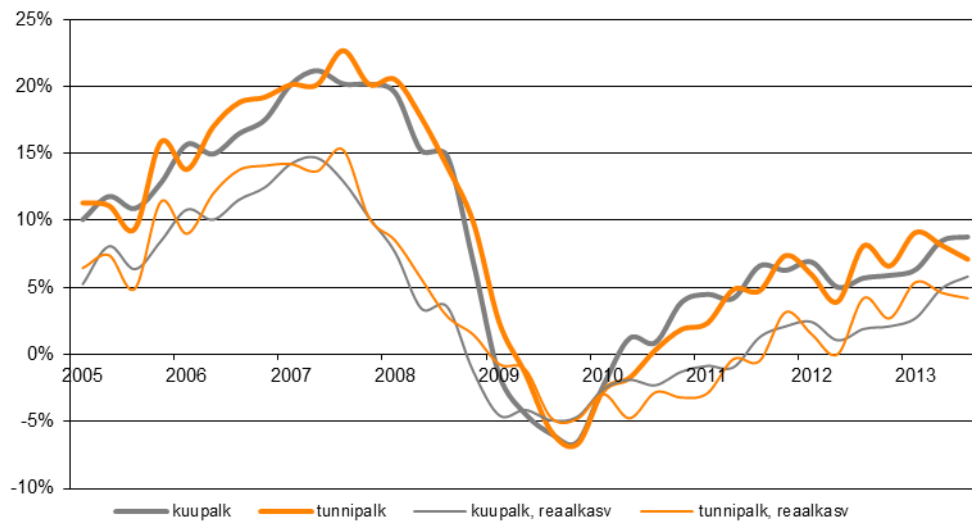
Tulenevalt riiklike investeeringute ja EL uue eelarve vahendite tagasihoidlikumast rakendamisest on 2014. aastal oodata ehitusmahude mõningast vähenemist, millele vastukaaluks võiks väljenduda jätkuvalt stabiilsed ehitushinnad. Üheks tähtsaimaks kliendiks jääb ehitusettevõtetele ka käesoleval aastal riik, mis dikteerib sektoris toimuvat läbi erinevate tingimuste, sh nõutavad tagatised ja maksetähtajad. Kahanevate mahude valguses võib peatöövõtjate killustatust arvestades süveneda negatiivse ilminguna alapakkumine, mis ei ole oma olemuselt aga jätkusuutlik. Sektori elujõulisuse säilitamiseks võib turul osalejate seas toimuda mõningane konsolideerumine ja/või nõrgemate lahkumine.

Võttes arvesse väljastatud ehituslubasid ja planeeritud riiklikke investeeringuid, võib omal jõul tehtud ehitustööde mahuks 2014. ja 2015. aastal kujuneda *ca* 1,8 miljardit eurot. Väljastatud ehitusload annavad eelduse oodata üle 1200 uue korterelamu ning märkimisväärse hulga uute kaubandus-, büroo-, tootmis- ja laohoonete valmimist. Ehitusmahud hakkavad eeldatavalt taas kasvama pigem 2016. aastast, mil tänavusest aastast alanud Euroopa Liidu uue eelarveperioodi tulem märgatavamalt lähemale jõuab. (Zibo 2014)

Kuigi valitsus lubas 2014. aasta eelarves ehitussektorit elavdada riigipoolsete kinnisvarainvesteeringute suurendamisega, on nende võimalused seda teha samuti väga piiratud ning riigi kinnisvarainvesteeringute suurendamine 10 miljoni euro ulatuses ei tasanda kaugeltki kogu valitsussektori investeeringute langust järgnevatel aastatel. Välisvahendite prognoositav langus 2014. aastal on 8,2% ning valitsussektori investeeringute langus 9%. Ehitussektori osakaal kogu majanduses on 7,2%. Seega mõjutab olukord sektoris lähiaastatel kogu majandust. (Arumäe 2014)

Peetakse väga oluliseks, et 2014.-2015. aastate tagasilöökk ehitusturul oleks minimaalne – see on ülioluline kogu makrokeskkonna mõttes. Oletatakse, et 2011. ja 2012. aasta tasemete vahele jääv maht on kõige optimaalsem. Samas nõustutakse, et tõenäoliselt ehitatakse järgmistel aastatel hoopis vähem teedega seonduvat kui 2011.-2012. aastal ja ehitusturg liigub rohkem hoonete suunal. Ehituste tellijaid erasektoris peetakse väga sõltuvaks üldisest kindlustundest. (Simson 2014)

Üldiselt loetakse, et riigi ja regiooni konkurentsivõime suurendajaks on tööjõuturu paindlikkus ja efektiivsus. Eesti tööjõuturu olukord on keeruline tööandjate jaoks, ühest küljest surve palkadele ja teisest küljest ressursi nappus. Eesti Panga Tööturu ülevaate 1/2014 alusel tõusid palgad 2013. aasta teisel poolel kiiresti hoolimata 2013. aasta kesisest majanduskasvust. Järgnevalt on toodud joonisel 2.2 brutopalgaaastane kasv 2005-2013.



Joonis 2.2. Brutopalga aastane kasv (Allikas: Statistikaamet, 2014).

Kasvavate palganõudmiste taustal on ettevõtetel siiski raskusi tööjõu leidmisel, pole kvalifitseeritud tööjõudu ja pikemas perspektiivis see ressurss kipub vähenema. Rahandusministeerium (2014) prognooside kohaselt pöördub hõivatute arv langusesse alates 2016. aastast. 2014. aastal ja 2015. aastal hõivatute arv kasvab 0,2-0,3%. Palgakasv aeglustub 2014. aastast (vt tabel 2.2). (Rahandusministeerium... 2014)

Tabel 2.2. 15.-74. aastaste tööturu prognoos aastateks 2013-2018, %des

Näitajad	2013	2014*	2015*	2016*	2017*	2018*
1. Tööhõive (tuhat inimest)	621,4	622,5	624,5	624,0	622,0	619,0
1a. Tööhõive kasv	1,0	0,2	0,3	-0,1	-0,3	-0,5
2. Tööpuuduse määr	8,6	7,9	6,9	6,4	6,0	6,0
3. Tööjõu tootlikkuse kasv (hõivatute arvu järgi)	-0,2	1,8	3,2	3,7	3,8	3,7
4. Keskmise palga reaalkasv	4,9	4,8	3,5	3,5	3,6	3,7
4a. Keskmise palk (eur)	948	1007	1071	1139	1213	1293
4b. Keskmise palga nominaalkasv	7,8	6,2	6,3	6,4	6,5	6,6

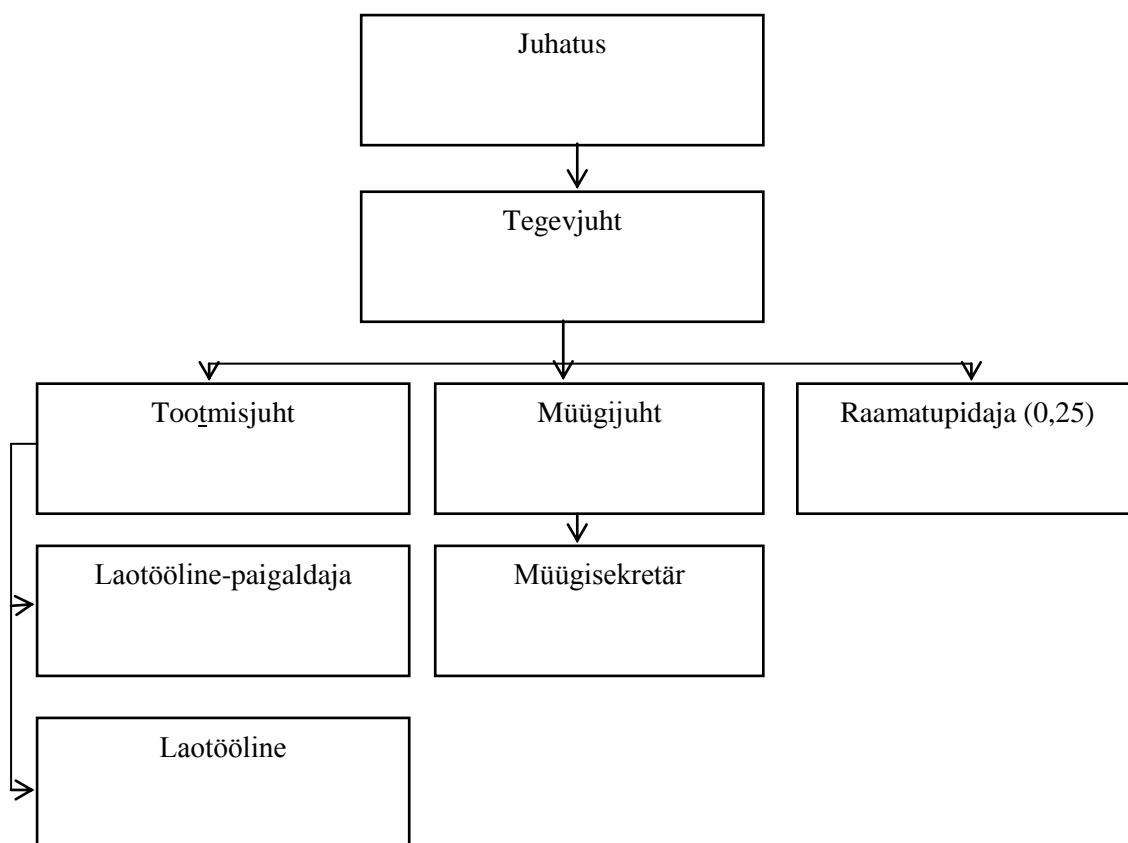
Märkus: * prognoosid.

Allikas: (Rahandusministeerium 2014; Statistikaamet 2014); autori koostatud.

Keskpank (2014) jälgib tööturu arengut kahel põhjusel, esiteks on tööjõud oluline tootmissisend, mistõttu tööjõu pakkumise või aktiivsuse muutus mõjutab otseselt potentsiaalset majanduskasvu ja teiseks võib tööjõuturul toimuv avaldada suurt mõju inflatsioonile. Arvestades euroala hinnastabiilsusele orienteeritud rahapoliitikat ja Eesti majanduse avatust, saab majandus kohanduda muutustega eelkõige tootmissisendite

hindade ja koguste kaudu. Seetõttu on oluline tööturu paindlikkus ja et palgakasv vastaks tootlikkusele ega põhjustaks tootmiskulude suurenemise tõttu liiga suurt inflatsiooni.

Käesolevas magistritöös käsitletav ettevõtte OÜ Eltete Eesti asub Tallinnas ja asutati 1996. aastal. Ettevõtte omab väikest tootmistsehhi paberite rullimiseks, spetsialiseerunud on niiskus-, auru-, tuuletõkke- ja pakkematerjalide ning ehituspaberite, koorma- ja tellingukatete hulgimüügile. Teenusena pakutakse laminaadist duši- ja WC-vaheseinte paigaldust. Tegevuse algusest kuni käesoleva ajani on ettevõtte tegutsenud samal põhitegevusalal. Järgnevalt on toodud joonisel 2.3 ettevõtte struktuur.



Joonis 2.3. OÜ Eltete Eesti struktuur (Tomson 2014).

OÜ Eltete Eesti juhtorganiks on juhatus (kaks liiget), juhatuse liikmete arv on püsinud muutumatuna. Ettevõtte annab tööd seitsmele inimesele (seisuga 01.01.2014), kõige rohkem on palgal olnud kümme töötajat. OÜ Eltete Eesti tegevust võib vaadeldaval perioodil (2009-2013) lugeda edukaks. Alates 2010. aastast on aastane müügitulu olnud ~700 000 eurot. Sellist aastat nagu oli 2008. aasta - müügitulu 1 029 000 eurot – prae-

guse turu olukorra juures ja sama toodete nomenklatuuri ning hinnapoliitika juures korrata ei ole tõenäoline. Kõikidel vaadeldavatel aastatel on ettevõtte teeninud kasumit ja maksnud dividende. Bilansimaht on 2012. ja 2013. a. olnud stabiilselt 630 000 eurot. OÜ Eltete Eesti bilanss, kasumiaruanne ja rahavoogude aruanne aastatel 2009-2013 on toodud lisades 1-3. Bilansi vertikaalanalüüs näitab, milline on eri aastatel aruandekirjete osa mingis tervikus. Alljärgnevas tabelis 2.3 on toodud eelnevate perioodide bilansi protsentuaalne struktuur.

Tabel 2.3. OÜ Eltete Eesti bilansi struktuur aastatel 2009-2013, %des

Bilansi kirjed	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
Raha	57	42	46	48	38
Nõuded ja ettemaksed	9	16	17	16	16
Varud	15	16	16	15	15
Käibevara	81	74	79	79	70
Pikaajal. finantsinvesteeringud	12	19	15	18	22
Materiaalne põhivara	7	7	6	4	8
Põhivara	19	26	21	21	30
Aktiva	100	100	100	100	100
Võlad ja ettemaksed	8	11	10	13	18
Lühiajalised kohustused	8	11	10	13	18
Kohustused kokku	8	11	10	13	18
Osakapital	0	0	0	0	0
Reservid	0	0	0	0	0
Jaotamata kasum (-kahjum)	84	81	89	79	79
Aruandeaasta kasum (-kahjum)	8	8	1	8	2
Omakapital	92	89	90	87	82
Passiva	100	100	100	100	100

Allikas: (OÜ Eltete Eesti bilansid aastatel 2009-2013); autori arvutused.

Varade poolel on kõige suurem raha- ja pangakontode osakaal, võrreldes varasemate perioodidega on 2013. a. tase kõige madalam 38%, kuid küllaltki kõrge. Ettevõttel ei ole probleeme lühiajaliste kohustuste täitmisega. Nõuded ja ettemaksed on viimasel neljal aastal olnud samal tasemel, vaid 2011. a. ühe protsendipunkti võrra kõrgem. Kuna kaupade osas ostjateks on ehitusmaterjalide kaupluste ketid ja teenuste osas ehituse peatöövõtjad, siis nende mõjuvõim on küllaltki suur. On kliente, kellel on 120 päevane maksetähtaeg, valdavalt 90 päevane maksetähtaeg ja muude klientide osas 14 päevane. Peatöövõtjatel on kujunenud riigihangete puhul tava tasuda 2-3% teostatud tööde summast kolmeaastase garantiiperioodi lõppedes. Ettevõttes toimub igakuine kontroll ostjate võlgnevuse üle ning on aastate pikkune koostöö inkassoettevõttega, kuid siiski on

viimasel paaril aastal lootusetuks tunnistatud nõudeid bilansist välja kantud 15 000 eurot.

OÜ Eltete Eesti materiaalse põhivara osakaal on suhteliselt väike, kuid aastate jooksul tõusnud 22%-ni, kuna ettevõttel on väike tootmine, siis tootmismasinatena on arvel kaks paberi rullimismasinat, kaks kaubikut kaupade laiali vedamiseks, üks tõstuk laos kaupade ladustamiseks ja muu majandusinventar, mille soetusmaksumus ületab 1000 eurot. Kõik OÜ Eltete Eesti tegevuseks vajaminevad ruumid on renditud, ettevõttele ei kuulu maavaldusi ega edasimüügi eesmärgil soetatud kinnisvara. Ettevõttel on pikaajaline finantsinvesteering, kaheteist Soome Vabariigi börsiettevõtte aktsiad, mida hinnatakse iga bilansiaasta lõpus turuväärtusesse. Pikaajaline investeering soetati (tagantjäre tarku-sena) ebasoodal ajal 2007. aastal ja ei ole 2013. aastaks veel saavutanud oma soetusmaksumuse taset, kuigi 2013. a. lõpu seis oluliselt paranenud võrreldes 2008. aastaga 14 protsendipunkti võrra. Samas on igal aastal saadud dividende. Ettevõttel on vaadeldaval perioodil kohustuste poolel ainult lühiajalised kohustused, passiva ülejäänud osa moodustab ettevõtte omakapital. Lühiajaliste kohustuste osakaal on suurenenud 18%-ni, ettevõtte maksab arved tähtaegselt, kuid 2012. ja 2013. a. pole makstud tarnijatele enam enne maksetähtaega. AS Krediidiinfo on väljastanud OÜ Eltete Eestle Krediidiinfo reitingu A – Edukas Eesti ettevõtte 2013. a. Järgnevalt on tabelis 2.4 vaadeldud vertikaalanalüüsiga OÜ Eltete Eesti kasumiaruande näitajate osatähtsust müügitulus perioodil 2009-2013.

Tabel 2.4. OÜ Eltete Eesti kasumiaruande struktuur aastatel 2009-2013, %des

Kasumiaruande kirjed	2009	2010	2011	2012	2013
Müügitulu	100	100	100	100	100
Muud äritulud	0	0	0	0	1
Kaubad, toore, materjalid	62	62	67	66	67
Mitmesugused tegevuskulud	9	8	8	7	12
Tööjõukulud	19	19	18	19	20
Põhivara kulum ja väärtuse langus	2	2	2	2	2
Muud ärikulud	1	1	1	1	0
Äri kasum (-kahjum)	7	9	5	6	-1
Finantstulud ja -kulud kokku	5	5	-3	3	4
Kasum (-kahjum) enne tulumaksu	12	14	2	9	4
Tulumaks	3	7	1	2	2
Aruandeaasta kasum (-kahjum)	9	7	1	7	2

Allikas: (OÜ Eltete Eesti kasumiaruanded aastatel 2009-2013); autori arvutused.

Kaubad, toore, materjalide osatähtsus on kõige suurema osakaaluga 2013. aastal 67%, suurenemine eelneva aastaga ühe protsendipunkti võrra, kuid sama osakaaluga, mis 2011. aastal. Mitmesugused tegevuskulud on suurenenud 2013. aastal võrreldes 2012. aastaga viie protsendipunkti võrra, suurenemine on tingitud kahe suurlendi pretsioonist tulnud nõude rahuldamisega ja kajastamisega mitmesuguste tegevuskulude all. Tööjõukulud on tõusnud 2013. aastal ühe protsendipunkti võrra, kuid 2014. aastaks on ette näha suuremat tõusu, kuna surve palkadele on tõusnud. Järgnevalt on toodud OÜ Eltete Eesti müügitulu perioodil 2008-2013 ning müügitulu võrdlus eelneva perioodiga (vt tabel 2.5).

Tabel 2.5. OÜ Eltete Eesti müügitulu ja juurdekasv aastatel 2009-2013

Näitajad	2009	2010	2011	2012	2013	Keskmine
Müügitulu (eur)	671 876	713 506	723 581	746 107	713 946	
Kasv võrreldes eelmise perioodiga (%)		6,20	1,41	3,11	-4,31	1,60

Allikas: (OÜ Eltete Eesti kasumiaruanded aastatel 2009-2013); autori arvutused.

Müügitulu maksimaalne kasv võrreldes eelmise aastaga on olnud 2010. aastal 6,2%. 2009. aastal oli Eestis majanduslangus, seega 2010. aasta tulemust võib pidada langusfaasist välja tulemiseks. Keskmine kasv on 1,6%, mis võib olla realselt saavutatav ka 2014. aastal. 2013. a. müügitulu kasvu negatiivse suuna (-4,3%) taga on kahe olulise kliendi kaotamine tarnijast tingitud praakmaterjali müügi tõttu. Järgnevas tabelis 2.6 on ära toodud OÜ Eltete Eesti kasumiaruande horisontaalanalüüs aastatel 2009-2013.

Tabel 2.6. OÜ Eltete Eesti kasumiaruande horisontaalanalüüs aastatel 2009-2013

Kasumiaruande kirjed	13/09	10/09	11/10	12/11	13/12
Müügitulu	1,06	1,06	1,01	1,03	0,96
Muud äritulud	2,99	0,10	20,93	0,08	18,09
Kaubad, toore, materjalid	1,14	1,06	1,09	1,02	0,97
Mitmesugused tegevuskulud	1,36	0,88	1,08	0,83	1,73
Tööjõukulud	1,14	1,06	0,99	1,05	1,04
Põhivara kulum ja väärtuse langus	0,95	1,01	1,00	0,90	1,04
Muud ärikulud	0,31	0,39	1,23	2,35	0,27
Ärikasum (-kahjum)	-0,11	1,45	0,54	1,24	-0,11
Finantstulud ja -kulud kokku	0,87	1,05	-0,54	-1,10	1,40
Kasum (-kahjum) enne tulumaksu	0,34	1,27	0,13	4,81	0,41
Tulumaks	0,67	2,65	0,19	1,36	1,00
Aruandeaasta kasum (-kahjum)	0,23	0,82	0,08	13,34	0,26

Allikas: (OÜ Eltete Eesti kasumiaruanded aastatel 2009-2013); autori arvutused.

Kasumiaruande horisontaalanalüüsis on näha ettevõtte kulude suurem kasvutempo võrreldes tuludega, mistõttu võib öelda, et on kahanenud kasumi absoluutväärtus. Ettevõtte tegevus võib muutuda kahjumlikuks, seetõttu et on väga tundlik kliendipretensioonide suhtes, millest võivad kasvada mitmesugused tegevuskulud. Eelkõige tuleb leida müügitulu suurendamise võimalusi. Bilansi horisontaalanalüüsis toodud suundumused haakuvad üheselt kasumiaruande omadega. Akumuleeruv kasum on perioodil 2009-2013 kahandanud omakapitali. Lühiajalised kohustused on viie aasta jooksul kasvanud 1,89 korda. Materiaalne põhivara on 0,93 korda langenud, kuid kui arvestada, et selle vara baasilt on saavutatud 1,06 korda suurem müügitulu, siis on see positiivne. Bilansi horisontaalanalüüsisist (vt tabel 2.7) selgub, et kohustused kasvavad kiiremini kui omakapital, mis tuleneb suurenenud kuludest ning tasumata võlgadest bilansipäeva seisuga.

Tabel 2.7. OÜ Eltete Eesti bilansi horisontaalanalüüs aastatel 2009-2013

Bilansi kirjed	13/09	10/09	11/10	12/11	13/12
Raha	0,53	0,61	1,03	1,07	0,80
Nõuded ja ettemaksed	1,42	1,48	0,97	0,98	1,01
Varud	0,78	0,84	0,94	0,98	1,00
Käibevara	0,68	0,75	1,00	1,03	0,88
Pikaajal. finantsinvesteeringud	1,50	1,34	0,76	1,19	1,24
Materiaalne põhivara	0,93	0,87	0,72	0,66	2,27
Põhivara	1,29	1,16	0,75	1,04	1,42
Aktiva	0,79	0,82	0,93	1,03	1,00
Võlad ja ettemaksed	1,89	1,16	0,88	1,30	1,43
Lühiajalised kohustused	1,89	1,16	0,88	1,30	1,43
Kohustused kokku	1,89	1,16	0,88	1,30	1,43
Osakapital	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Reservid	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Jaotamata kasum (-kahjum)	0,74	0,79	1,02	0,92	1,01
Aruandeaasta kasum (-kahjum)	0,23	0,82	0,08	13,34	0,26
Omakapital	0,70	0,80	0,94	1,00	0,93
Passiva	0,79	0,82	0,93	1,03	1,00

Allikas: (OÜ Eltete Eesti bilansid aastatel 2009-2013); autori arvutused.

Varude jääkide suhe on perioodil 2009-2013 keskmiselt 14,4% ning kolmel viimasel aastal keskmiselt 13% (vt tabel 2.8).

Tabel 2.8. OÜ Eltete Eesti varude suhe müügitulusse aastatel 2009-2013

Näitajad	2009	2010	2011	2012	2013	Keskmine
Müügitulu (eur)	671 876	713 506	723 581	746 107	713 946	713 803
Varud (kaubad müügiks, eur)	122 090	103 020	96 886	95 018	94 875	102 378
Varude suhe müügitulusse (%)	18,17	14,44	13,39	12,74	13,29	14,40

Allikas: (OÜ Eltete Eesti aastaaruanded aastatel 2009-2013); autori arvutused.

Järgnevalt on teostatud finantssuhtarvude analüüs OÜ Eltete Eesti kohta. Likviidsus ise-loomustab ettevõtte võimet muuta oma varad maksevahenditeks, et tasuda kaupade ja teenuse eest. Järgnevalt on toodud lühiajalise likviidsuse näitajad (Clayman *et al.* 2008: 328)

$$(1.22) \text{ Lühiajalise võlgnevuse kattekordaja (current ratio)} = \frac{\text{käibevara}}{\text{lühiajalised kohustused}}$$

$$(1.23) \text{ Likviidsuskordaja (quick ratio)} = \frac{\text{käibevara} - \text{varud}}{\text{lühiajalised kohustused}}$$

$$(1.24) \text{ Puhas käibekapital (net working capital)} = \text{käibevara} - \text{lühiajalised kohustused}$$

Tabel 2.9. OÜ Eltete Eesti lühiajalise maksevõime ja likviidsuse suhtarvud aastatel 2009-2013

Näitajad	2009	2011	2010	2012	2013
Lühiajalise võlgnevuse kattekordaja	10,81	7,88	6,96	6,28	3,87
Likviidsuskordaja	8,77	6,30	5,48	5,08	3,05
Puhas käibekapital (eur)	588 456	421 948	414 747	418 904	326 281

Allikas: (OÜ Eltete Eesti aastaaruanded aastatel 2009-2013); autori arvutused.

Lühiajalise võlgnevuse kattekordaja on väga kõrge, ettevõtte pole osanud käibeharudele investeerida oma arengu vajadusteks, ettevõtte jaoks on oluline leida vabale rahale rakendus. Likviidsuskordaja on samuti kõrge, näidates mitme euro ulatuses on olemas kõrge likviidsusega varasid ühe euro lühiajaliste kohustuste tagamiseks. Pikaajalise maksevõime finantssuhtarvud näitavad lisaks pikaajalisele maksevõimele ka finantsvõimenduse osatähtsust (kapitali struktuuri) ja rolli ettevõttes (Clayman *et al.* 2008: 328):

$$(1.25) \text{ Võlakordaja (total debt ratio)} = \frac{\text{kohustused}}{\text{varad}}.$$

$$(1.26) \text{ Kapitali allikate suhtarv (debt – equity ratio)} = \frac{\text{kohustused}}{\text{omakapital}}.$$

Tabel 2.10. OÜ Eltete Eesti pikaajalise maksevõime suhtarvud aastatel 2009-2013

Näitajad	2009	2010	2011	2012	2013
Võlakordaja	0,08	0,11	0,10	0,13	0,18
Kapitali allikate suhtarv	0,08	0,12	0,11	0,14	0,22

Allikas: (OÜ Eltete Eesti aastaaruanded aastatel 2009-2013); autori arvutused.

Kuna eeltoodud näitajatel on tõusutendents (kohustuste osakaal tõuseb, omakapitali osatähtsus väheneb), siis võib järeldada, et pikas perspektiivis võib maksime halveneda. Efektiivsussuhtarvud näitavad, kui tõhusalt ettevõtte kasutab oma varasid müügitulu genereerimiseks (st ettevõtte põhitegevuseks) ning kui tõhus on ettevõtte tegevus (Clayman *et al.* 2008: 322-323).

$$(1.27) \text{ Debitoorse võlgnevuse käibekordaja (receivable turnover)} = \frac{\text{müügitulu}}{\text{nõuded ostjate vastu}}$$

$$(1.28) \text{ Kreditoorse võlgnevuse käibekordaja (payables turnover)} = \frac{\text{müüdud toodete kulu}}{\text{võlgnevus tarnijatele}}$$

$$(1.29) \text{ Varude käibekordaja (inventory turnover)} = \frac{\text{müüdud toodete kulu}}{\text{varud}}$$

Välte leidmiseks jagatakse 365 (aasta päevade arv) käibekordaja näitajaga:

$$(1.30) \text{ Raha konversiooni tsükl (cash conversion cycle)} = \text{varude käibevälde} + \text{debitoorse võlgnevuse käibevälde} - \text{kreditoorse võlgnevuse käibevälde}$$

Tabel 2.11. OÜ Eltete Eesti efektiivsuse suhtarvud aastatel 2009-2013

Efektiivsuse suhtarvud	2009	2010	2011	2012	2013
Debitoorse võlgnevuse käibekordaja	9,37	6,74	7,02	7,38	7,01
Kreditoorse võlgnevuse käibekordaja	6,98	6,38	7,89	6,22	4,24
Varude käibekordaja	3,43	4,31	4,99	5,19	5,05
Raha konversioonitsükl	93,12	81,67	78,85	61,03	37,85

Allikas: (OÜ Eltete Eesti aastaaruanded aastatel 2009-2013); autori arvutused.

Võlgnevuse käibekordaja näitab, mitu korda aastas ringleb ettevõtte debitoorne võlgnevus, kui kiiresti ettevõtte krediidiarved laekuvad ja kreditoorse võlgnevuse puhul, kui kiiresti ettevõtte ise tasub. Debitoorse võlgnevuse käibekordaja on kõrge, st, et rahad laekuvad väga pikalt, sest klientidel on pikad maksetähtajad. Kui väga kiireks näitajaks loetakse 10 päeva ja normaalseks kuni 30 päeva, siis tulenevalt ostjate mõjukusest on 2013. aastal OÜ Eltete Eesti debitoorse võlgnevuse käibevälde 52 päeva. Kreditoorse võlgnevuse käibevälde on 86 päeva. Raha konversioonitsükl on positiivne, mis näitab, et ettevõtte peab palju finantstavahendeid paigutama käibevaradesse.

Kasumlikkuse suhtarvud on finantssuhtarvud, mis näitavad nii ettevõtte tegevuse tulemuslikkust kui ka aktsionäride soovide täitumist (Clayman *et al.* 2008: 335-336:

$$(1.31) \text{ Omakapitali rentaablus (return on owners equity, ROE)} = \frac{\text{puhaskasum}}{\text{omakapital}}$$

$$(1.32) \text{ Koguvarde rentaablus (return on assets, ROA)} = \frac{\text{ärikasum}}{\text{keskmine koguvara}}$$

Tabel 2.12. OÜ Eltete Eesti tegevuse kasumlikkuse suhtarvud aastatel 2009-2013, %des

Näitajad	2009	2010	2011	2012	2013
ROE	8,20	7,59	0,69	9,52	2,59
ROA	5,56	8,84	5,44	6,88	-0,78

Allikas: (OÜ Eltete Eesti aastaaruanded aastatel 2009-2013); autori arvutused.

Omakapitali tulusus (ROE) oli aastatel 2009-2013 keskmiselt 5,72% ehk iga saja omakapitali euro kohta teenitakse 5,72 eurot puhaskasumit. ROA näitab varade tuluteenimise võimet, kus eeldatakse, et tegemist on vaid omakapitali kasutava ettevõttega (*all-equity firm*). Koguvarade tulusus (ROA) omanike jaoks oli vaadeldaval perioodil keskmiselt 5,19%, mis näitab, et iga ettevõttesse paigutatud 100 euro pealt teenitakse 5,19 eurot ärikasumit. Mida kõrgem on varade tulukus (ROA), seda tulusam on investeering. Kokkuvõtvalt võib öelda, et tegevuse kasumlikkus on 2013. aastal tugevas languses, mis võib siis, kui ärimudel ei suudeta vajalikke korrektiive teha osutada probleemiliseks. Tõenäoliselt on tegevuse tõhustamine keeruline, seega on tähtis jõuda 2012. aastal saavutatud tasemeni.

2.2. OÜ Eltete Eesti väärtust ja tulevast tegevust mõjutavad tegurid

Ettevõtte väärtuse üks suuremaid mõjutajaid on tegevuskeskkond (riik) ja seetõttu on vaadeldud alljärgnevalt Eesti Panga poolt prognoositavaid näitajaid, mis töö autori arvates enim iseloomustavad ettevõtte võimalikke trende tulevikus, teiseks on analüüsitud konkurente ja kolmandaks välja toodud OÜ Eltete Eesti tugevused, nõrkused, võimalused ja ohud, kasutatud on selleks *SWOT*-analüüs (*strengths, weaknesses, opportunities, threats*) ning see tugineb intervjuule ettevõtte tegevjuhiga. Käesoleva töö käigus läbiviidud intervjuud ja tehtud dokumendianalüüsi koond on toodud lisas 8.

Eesti sisemajanduse koguprodukt kasvab prognoosi põhistsenaariumi kohaselt 2014. aastal 2,0% ja 2015. aastal 3,5%, 2016. aastaks oodatakse 3,6% kasvu. (Rahandusministeerium... 2014) Rahandusministeerium on 2014. aasta majanduskasvu prognoosi korri-

geerinud allapoole, mille peapõhjuseks on Eesti peamiste kaubanduspartnerite kasvu-
väljavaadete halvenemine. Tabelist 2.13 selgub, et Eesti Vabariigi majandusproгноosi
kohaselt SKPle alanemise tendentsi ei prognoosita, samas ehitussektori näitajad on
2014. aastal prognoositud langusesse ja näitaja paraneb alates 2015. aastast (vt tabel
2.13).

Tabel 2.13. Sisemajanduse koguprodukti (SKP) prognoos aastatel 2013-2018, %des

Näitajad	2013	2014*	2015*	2016*	2017*	2018*
1. SKP reaalkasv	0,8	2,0	3,5	3,6	3,4	3,2
1a. SKP püsivhindades (mld eurot)	12,8	13,1	13,6	14,0	14,5	15,0
2. SKP nominaalkasv	5,9	4,9	6,9	6,8	6,4	6,1
Kasvuallikad						
Kapitali kogumahutus põhivarasse	1,0	0,7	3,7	5,3	7,4	5,7
Panus SKP kasvu						
Sisemajanduse nõudlus (ilma varudeta)	2,7	2,4	3,1	3,3	3,7	3,3
Lisandväärtuse kasv						
Tööstus	4,5	5,2	5,6	5,0	4,8	4,2
Ehitus	-5,7	-5,1	3,9	4,7	4,3	4,0

Märkus: *prognoosid.

Allikas: (Rahandusministeerium 2014; Statistikaamet 2014).

Tarbijahindade (THI) tõusu prognoositakse alanevana 2013. aasta 2,8%lt 1,4%ni 2014. aastal ning kiirenevana 2,7%ni 2015. aastal. 2014. aasta esimeses pooles jääb inflatsioon madalale tasemele ning sügisel prognoositakse kiirenemist toiduainete kallinemise ning teenuste ja tööstuskaupade hinnamuutust kajastava baasinflatsiooni kiirenemise tõttu. Kui varasematel aastatel on eluaseme kulutuste tõus olnud peamiseks inflatsiooniteguriks, siis 2014. aastal on eluaseme kulutused väikeses languses elektri ning kaugkütte ja gaasi odavnemise tõttu. Osalt sellest jääb administratiivselt reguleeritavate hinnamuutuste panus tänavu negatiivseks. 2014. aastal jätkub naftafutuuride kohaselt ka kütuse hinna odavnemine. Järgnevatel aastatel baasinflatsioon kiireneb mõnevõrra ning välistegurite (kütus, kaugküte) hinnalangus peatub. Eeldusel, et toorainehindades suuremaid kõikumisi ei esine, stabiliseerub tarbijahindade tõus prognoosiperioodi lõpus (2016-2018) 2,8% juures. (Rahandusministeerium... 2014)

Teine oluline ettevõtte positsiooni mõjutaja tegutsevas tegevusharus ja väärtust mõjutav tegur on konkurentide olemasolu ja nende tugevus või nõrkus. Intervjuudest selgusid viis peamist konkurenti, antud loendis ei eristu konkurendid peamisteks või ebaolulisteks, neil kõigil on oma mõju tegevusvaldkonnas, milles OÜ Eltete Eesti tegutseb.

Konkurentsi piirkonnaks on kogu Eesti, sest koduturg on väike ja kuna tooteid ning teenuseid pakutakse peamiselt koduturul (Eestist välja eksporditakse marginaalne osa), siis Eestit eraldi piirkondadeks jagada ei ole mõtet.

1. OÜ Mendali (esmakanne 26.06.1996, asub Tallinnas, 10 töötajat). Konkureeritakse kergvaheseinte osas. Nende 2012. aasta majandusaasta aruandest selgub, et kergvaheseinte, liug- ja lükanduste müügil on kavas kindlustada turupositsiooni säilimine ning laiendada toodete valikut erinevate seinalahenduste osas, ühtlasi tahetakse suurendada rõdu ja terrassi klaasseinte osakaalu. OÜ Eltete Eesti eristab antud konkurendist toote erinev koostis, vastupidavam materjal ja tugevam konstruktsioon. Samas pakub OÜ Mendali toodetele oluliselt suuremat värvivalikut. Sama tegevusala müügitulu 244 257 eurot moodustab 25% müügitulust (seda on mõnevõrra keeruline hinnata, sest tegevusala klassifikaator annab toodetele väga laia skaala).

2. Lektar Eesti OÜ (esmakanne 11.09.2000, asub Tallinnas, 8 töötajat). Nende 2012. aasta majandusaasta aruanne kirjeldab, et põhilise osa käibest moodustas ehitusmaterjalide ja võrgutoodete müük. Võrreldes 2011. aastaga kasvas realiseerimise netokäive 2,4%. Ehitusmaterjalide müügis jätkati peamise väljakujunenud kliendirühmaga ning keskenduti eelkõige müügile edasimüüjate kaudu. Suurem osa realisatsioonist on krediitmüük pika maksetähtajaga (30-60 päeva). Konkureeritakse ehituspaberite valdkonnas, ühine on neil see, et nagu OÜ-l Eltete Eesti, on ostjate mõju suur, kuna maksetähtajad on pikad. EMTAK koodi 46732 müügitulu 1 929 873 eurot moodustas 93% kogu müügitulust.

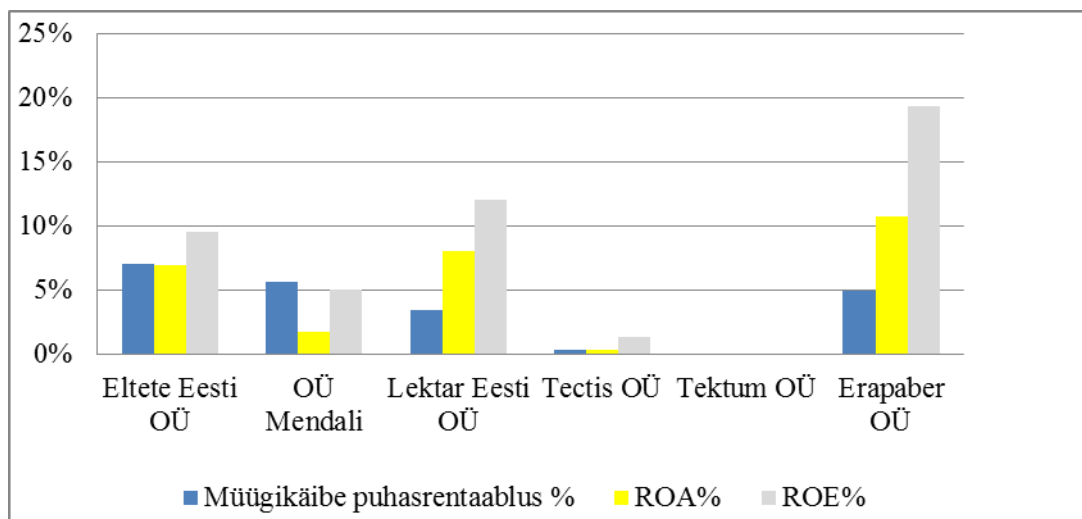
3. Tectis OÜ (end Rakonor, end. Markmere, esmakanne 25.10.1996, asub Tallinnas, 8 töötajat). Nende 2013. aasta majandusaasta aruandest selgub, et põhieesmärgiks on seatud 10% müügi mahu kasv ja sellest tulenev kasumi kasv efektiivsuse tõusu arvel ning positsiooni säilitamine olemasolevatel sise- ja välisturgudel. Paraku pole selge, mille arvelt saavutatakse nii suur müügi mahu kasv 2014. aastal, kuigi peab tunnistama, et võrreldes perioodiga 2012-2013 on nad suutnud märkimisväärse kasvu saavutada. 2012. aastal kasvatasid nad müügitulu 73,2%!, mis saavutati peamiselt kauba müügiga EL liikmesriikidesse, samas võrreldes 2011. aastaga langes puhasrentaablus 1,2 protsendipunkti võrra ning 2013. aastaks tõusis puhasrentaablus 2,7% ehk 2,4 protsendipunkti võrra. EL geograafilistest piirkondadest ca 58% moodustub müük Soome ja ca 22%

müük Rootsi (2012. a. andmete põhjal). EMTAK koodi 4673 müügitulu 2012. aastal 2 418 556 eurot 100% kogu müügitulust ja 2013. aastal 2 766 702 eurot, nad on suutnud kasvatada 2013. aastal müügitulu 14,4% võrra.

4. Tektum OÜ (esmakanne 28.02.2011, asub Harjumaal, 1 töötaja). 2012. aasta majandusaasta aruandest: planeerisid 2013. aastaks käibe kasvu 20% ning äritegevuse rentaablusnäitajate säilitamist. Tegevusvaldkonna tihe konkurents ei võimalda kiiremat kasvu planeerida, sellega tuleb nõustuda, kuid millele toetudes nad 20% kasvu saavutavad aruandest kahjuks ei selgu. Nende sama konkureeriva tegevusala müügitulu oli 2012. aastal 185 255 eurot 86% kogu müügitulust.

5. Erapaber OÜ (esmakanne 10.04.2002, asub Tartus, 4 töötajat). 2012. a. peamiseks tegevuseks on pakkepaberi, kartongi ja trükipaberi hulgemüük. Lisaks paberi müügile pakub Erapaber OÜ paberi ja kartongi lõikusteenust, nii napp on nende 2012. aasta majandusaasta tegevusaruanne. Võrreldav müügitulu oli 2012. aastal 265 429 eurot, mis moodustas 100% müügitulust.

Järgnevalt on võrreldud konkurentide kasumlikkuse suhtarve, võrreldud on 2012. aastat, kuna need andmed on praeguse seisuga kättesaadavad kõigi viie konkurendi kohta. Esimesena jääb jooniselt 2.4 silma, et Tektum OÜ-l puuduvad andmed, mis tuleneb sellest, et kõik kasumlikkuse näitajad olid 2012. aastal nullid, millest võib järeldada, et Tektum OÜ on ilmselgelt pakkunud oma turule sisenemise faasis kõige madalamat hinda. Väga tugevaks konkurendiks võib pidada OÜ-t Erapaber sest käive on võrreldes OÜ-ga Eltete Eesti kõigest 35% OÜ Eltete Eesti mahust, kuid nende rentaablusnäitajad (ROE, ROA) on kõrgemad. Viimasel ajal on nad silma jäänud maksude ja maksete võlgnevusega Maksu- ja Tolliametile. Puhasrentaabluse osas edestab OÜ Eltete Eesti konkurente 1,5-6,8 protsendipunkti võrra. Konkurentide kasumlikkuse suhtarvude võrdlus 2012. aasta baasil on toodud joonisel 2.4.



Joonis 2.4. Konkurentide kasumlikkuse suhtarvude võrdlus ettevõtete 2012. aasta majandusaastaruannete põhjal (Allikas: autori koostatud).

Järgnevalt toob töö autor OÜ Eltete Eesti tugevused, nõrkused, võimalused ja ohud, kasutades *SWOT* analüüsi. Ettevõtte väiksust arvestades on üks suuremaid ja tugevamaid külgi piisavate finantsressursside olemasolu, ettevõtte juhtkond on hinnanud, et nad ei vaja välist finantseerimist ning neil ei ole plaanis kaasata võõrkapitali. Ettevõtte krediidiireiting on olnud aastaid kõrge, kuid siiski tuleb mõningate hankijate puhul tasuda ettemaksu kaupade soetamisel, sest nad kas asuvad ELst väljaspool või on nende krediidipoliitika selline mida OÜ-l Eltete Eesti pole võimalik mõjutada. Ühe pakutava toote osas erineb ettevõtte Eesti turul teistest, selle järgi tegemine ei tasu seetõttu, et turu kogumaht ei ole suur, seega selles osas on positsioon kindel.

Peamiseks nõrkuseks on hooajaline töötajate ülekoormus ja tähtajalise töötajate leidmise keerukus. Kaadri volavus on põhitöötajate osas siiski väike, seitsmest töötajast viie staaž on enam kui kümme aasta ning töötajad panustavad oma oskuste ja võimuste kohaselt, ettevõtte pakub tavapärasest erinevat tööaega, mis on töötajaid motiveerinud. Kuid ettevõtte hooajalisust arvestades on tähtajaliste töötajate leidmine raskendatud. Pakutavast tööst keeldumise põhjustena on potentsiaalsed töötajad välja toonud ametliku palga (mitte selle suuruse vaid legaalsuse) ning kahjuks pole ka kandidaatide valik eriti lai. Müügi juhi oskustest tulenevalt on teda rakendatud ka mitte müügiga seotud tööülesannete täitmisel ja sellest tulenevalt võib öelda, et fookus on müügil mõnevõrra hajunud, mis arvestades turul valitsevat karmi konkurentsi on kindlasti

üheks ettevõtet nõrgestavaks küljeks. Järgnevas tabelis 2.14 on toodud OÜ Eltete Eesti *SWOT* analüüs.

Tabel 2.14. OÜ Eltete Eesti *SWOT* analüüs

Tugevad küljed <ul style="list-style-type: none"> • Piisavalt finantsressursse käibevahenditeks ja investeringuteks. • Hea mainega ettevõtte (krediidireiting A). • Tootearendus (välja töötatud toode, mis erineb konkurentide omadest). • Pikaajaline koostöö tarnijatega. • Ettevõtte juhi konservatiivsus (mõistlikult võetud riskid). 	Nõrgad küljed <ul style="list-style-type: none"> • Hooajaline töötajate ülekoormus. • Tähtajaliste (ajutiste) töötajate leidmise keerukus. • Toodete (kilematerjalide) kõikum kvaliteet. • Müügijuhi tegevuse killustatus, vähene turundustegevus.
Keskkonnast tulenevad võimalused <ul style="list-style-type: none"> • Võimalus laiendada tegevust uute tarbijagruppide leidmisega. • Tegevuse diversifitseerimine. 	Keskkonnast tulenevad ohud <ul style="list-style-type: none"> • Majanduskasvu aeglustumine, turu kasvu aeglustumine. • Tööjõukulude kasv. • Konkurentide rohkus.

Allikas: (Autori koostatud).

Keskkonna pakutavad võimalused osutusid ettevõtte *SWOT* analüüsi kaardistamisel kõige raskemaks kohaks, sest tegelikult mingeid ilmselgeid ja lihtsaid võimalusi keskkond ei paku, koostööd konkurentidega või konkurentide vähenemist tegevjuht võimalikuks ei pea. Keskkonnast tulenevad ohud on reaalsed ning esinemise tõenäosust võib hinnata kõrgeks ning reaalseks või siis teisest küljest, neid ei ole võimalik täpselt prognoosida, kuna sõltuvad globaalsetest arengutest.

2.3. OÜ Eltete Eesti *pro forma* aruannete koostamine ja vabade rahavoogude arvutamine

Käesolevas magistritöös hinnatakse OÜ Eltete Eesti väärtust seisuga 01. jaanuar 2014. Väärtuse hindamist alustatakse *pro forma* aruannete koostamisega, mille abil leitakse ettevõtte vabad rahavood. Seejärel leitakse ettevõtte kapitali hind, diskonteeritakse OÜ Eltete Eesti vaba rahavoog aastatel 2014-2018 ja arvutatakse ettevõtte väärtus. Finantsprognooside koostamisel on lähtutud alljärgnevast:

- OÜ Eltete Eesti majandusaasta aruanded aastatel 2009-2013,
- magistritöö autori poolt kogutud informatsioon ettevõtte osanikult (tegevjuht) ja müügijuhilt,
- autoripoolsed seisukohad vaba rahavoo ja muude finantsnäitajate suhtes.

Käesolevas magistritöös on detailseks prognoosi perioodi pikkuseks määratud viis aastat, mille järel leitakse ettevõtte jätkuväärtus. Ettevõtte arengu prognoosimiseks koostatakse kolm stsenaariumi nimetustega „*status quo*“ (1), „müügimehe unistus“ (2) ja „osanike muutus“ (3). Need stsenaariumid põhinevad ettevõttest kogutud informatsioonil, kus „*status quo*“ puhul jätkavad senised osanikud oma konservatiivsel viisil äri ajamist, liigseid riske mitte võttes ning järgnevate aastate prognoosimisel ollakse realistlikud või isegi pigem pessimistlikud. Stsenaariumi „müügimehe unistus“ puhul on aluseks võetud soov turuosa tagasi (juurde) võita läbi selle, et laovarude mahtu kasvatatakse ja toodete müügi kasumlikkus väheneb, kuigi see pole strateegia, mida pragune tegevjuht võimalikuks peab. Ühekordse tõusuga saavutatud müügitulu taseme hoidmine on võib olla isegi keerulisem, kui tõusu saavutamine. Omanike vahetuse korral toob uus tõenäoline ostja sisse oma tooted, mis haakuvad ettevõtte senise tegevusalaga ja aitavad tegevust laiendada uute tarbijagruppide leidmisega, ka praegu on OÜ Eltete Eesti nende esindaja Eestis, kuid mingit aktiivset müügitööd nende toodete osas pole tehtud.

Ettevõtte müügitulu kasvu mõjutab ehitussektori käekäik ja kuna ehitussektori kindlustunne on 2013. aasta sügisest alates languses seoses valitsussektori vähenevate investeeringutega ning aeglaselt taastuva erasektori nõudlusega hoonete ja eluasemete järele, siis kasvuprognoos 2014. aastaks on tagasihoidlik. Kuigi 2014. aasta on ettevõttele alanud üle ootuste hästi ja praegu (2014. aasta I kvartali lõpp) näitab viie aasta statistika baasilt koostatud ettevõttesisese aruandluse põhjal tehtud prognoos, et 2014. aasta müügitulude kasvuks kujuneks 20%. Stsenaariumi „*status quo*“ prognoosides kasutatakse tabelis 2.5 toodud keskmist kasvu 1,6% ning ettevõtte jätkukasvuks prognoositakse samuti 1,6%. SKP kasv (vt tabel 2.12) annab lootust suuremale kasvule, kuid seda kasutatakse kahe teise stsenaariumi puhul. Müügituluga on seotud suurem osa prognoositavatest kirjetest.

Tabel 2.15. OÜ Eltete Eesti müügitulu juurdekasvu prognoos aastatel 2014-2018, eurodes

Näitajad	2014	2015	2016	2017	2018
Müügitulu (eur)	725 369	736 975	748 767	760 747	772 919
Kasv võrreldes eelmise aastaga (%)	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6

Allikas: (Autori koostatud).

Tabelis 2.4 vaadeldi kasumiaruande struktuuri perioodil 2009-2013, projektsioonide koostamise eeldustes korrigeeritakse 2013. aasta tegevuskulusid 35 000 euro võrra, sest selles summas kulu oli erakorraline ja edasine esinemise tõenäosus väga madal. Teistes kuluridades korrigeerimisi ei tehta, sest kuludes on kajastatud ainult ettevõtte põhitegevusega seotud kulud. Kaupade, toorme ja materjali keskmine osakaal perioodil 2009-2013 on 65%, järgnevateks aastateks prognoositakse nende hinna samale tasemele jäämist või siis mõningast tõusu, mistõttu arvestatakse prognoosides 2013. aasta osakaalu müügitulust.

Tabel 2.16. OÜ Eltete Eesti kulude osakaalud müügitulust aastatel 2009-2013

Näitajad	2009	2010	2011	2012	2013	Keskmine
Müügitulu (eur)	671 876	713 506	723 581	746 107	713 946	
Kaubad, toore, materjalid (%)	62,3	62,2	66,8	66,2	67,1	64,9
Mitmesugused tegevuskulud (%)	9,3	7,7	8,2	6,6	7,0	7,8
muutuvkulude osakaal (%)					3,6	
Tööjõukulud (%)	18,8	18,7	18,2	18,5	20,2	18,9
muutuvkulude osakaal (%)					10,2	
Muud ärikulud (%)	1,4	0,5	0,6	1,4	0,4	0,8

Allikas: (Autori koostatud).

Mitmesugused tegevuskulude osakaal on keskmiselt 8%, kuid kahel viimasel aastal 7%, pigem on tegevuskulud languses, sest nende koosseisu kuludes on teenuste hinnad viimasel kahel aastal pigem langenud kui tõusnud. Näiteks ruumide rendikulu (kontor + ladu) on võrreldes 2009. aastaga langenud 20%, telefoni ja mobiiliside kulud on langenud 40%, alates 2011. aastast ei ole ettevõttel enam auditeerimiskohustust ja ostetud transporditeenuste hind on langenud 2009. aastaga võrreldes 55% nii, et teistes tegevusharudes toimuv „hinna konkurents sõda“ on positiivset mõju avaldanud OÜ Eltete Eesti muudele tegevuskuludele, kuigi ei saa eeldada, et sama tugev langus kestma jääb. Tõusnud on elektri (26%) ja autode hoolduskulu (60%), viimane on suuresti mõjutatud 2013. aastal masinapargile soetatud uute rehvide kulutusest. Prognoosides on mitmesugused tegevuskulud eraldatud komponentideks, eraldatud on muutuv- ja püsikulud. 2013. aasta baasilt on leitud püsikulude osakaal muudes tegevuskuludes ja sellele tuginedes on püsikulusid pikendatud prognoosiperioodile. Muude tegevuskulude püsikulude tõus on ette nähtud alates 2017. aastast, sest tõusu tõenäosus on olemas, varasematesse perioodidesse 2014-2016 tõusu ei prognoosita, sest rendipinna asukoht on küll hästi

ligipääsetav, kuid ei ole väga atraktiivne ja kolm aastat tagasi pidi rentnik hinda langetama.

Tööjõukulud on keskmiselt 19% müügitulust, kuid arvestades, et ettevõtte vajab hooajalist tööjõudu, mille leidmine on järjest keerulisem, sest tööhõive kasvuks prognoositakse aastatel 2014-2015 väga minimaalseid protsente ja alates 2016. a. on tööhõive kasv üldse negatiivse suunaga. Seega vähene tööjõuressurss turul tingib selle, et tuleb rohkem maksta ka olemasolevatele töötajatele, seega analüüsitava ettevõtte prognoosides lähtutakse faktist, et alates 01.04.2014 tõstetakse püsitöötasusid ja muudetakse tasustamise aluseid. Prognoosides on arvestatud tööjõukuludes muutuv- ja püsikulud eraldi, 2014. aastal on tööjõukulude püsikulude osas ette teada 17,6% tõus, kuid sellest tulevalt tööjõukulude muutuvkulude osakaal mõnevõrra väheneb võrreldes 2013. aastaga, seega on arvestatud tööjõukulude osakaaluks 9%.

Muid äritulusid ei prognoosita, sest põhivara müüki pole lähiaastatel ette näha ja muudes ärikuludes esinevad muud kulud on marginaalsed. OÜ Eltete Eesti ei kasuta laenukapitali, mistõttu ei kaasne ka intresside maksmise kohustust ning seetõttu jäetakse finantskulud prognoosist välja. Perioodil 2009-2013 on kajastatud finantstuludes (-kuludes) pikaajalise finantsinvesteeringu ümberhindlus turuväärtusesse. Pikaajaline finantsinvesteering (väärtpaberid) hinnatakse eraldi ning liidetakse hiljem ettevõtte väärtusele.

Dividende makstakse ainult puhaskasumi või eelmiste perioodide jaotamata kasumi arvelt. Dividendide maksmiseks ja nende suuruse kohta teeb ettepaneku OÜ Eltete Eesti juhatus. Dividendide väljamaksmisel tuleb tasuda tulumaks, mis moodustab 21/79 väljamakstud dividendide summast ja see tuleb tasuda hiljemalt dividendide väljamaksmisele järgneva kuu 10. kuupäevaks. Rahavoogude aruandest (vt lisa 3) selgub, et OÜ Eltete Eesti on maksnud igal aastal dividende, viie aasta keskmine dividendide väljamaks on olnud 83 000 eurot, kahel viimisel aastal 50 000 eurot. Prognoosimise aluseks võetakse 50 000 eurot, sest osanikud leiavad, et vähemalt selles mahus on võimalike dividende maksta ka järgnevatel aastatel.

Tabelist 2.3 selgus, et põhivara osakaal bilansimahus on 2013. aastal 8%. 2013. aastal soetati põhivara 42 000 euro eest ja lähiaastatel uusi investeeringuid ei planeerita, *pro forma* aruannetes lähtutakse praegu kasutuses olevast põhivarast ja selle reaalsetest

amortisatsioonikuludest. Autor kasutas OÜ Eltete Eesti *pro forma* kasumiaruannete koostamisel eeldusi, et minevikus esinenud trendid jätkuvad ka tulevikus, seega:

- müügitulu kasv 1,6%,
- kaubakulu osakaal müügitulust 67,1%,
- mitmesuguste tegevuskulude muutuvkulude osakaal müügitulust 3,6%,
- mitmesuguste tegevuskulude püsikulude summa 24 580 eurot,
- tööjõukulude muutuvkulude osatähtsus müügitulust 9%,
- tööjõukulude püsikulude summa 83 759-87 924 eurot,
- põhivara kulum vastavalt reaalsele kulumile,
- ärikulude osakaal müügitulust 0,5%,
- dividendid 50 000 eurot. Tulumaks dividendide maksmisel 21/79, alates 01.01.2015 tulumaks dividendide maksmisel 20/80.

Pro forma kasumiaruande prognoositud kirjed stsenaariumi „*status quo*“ korral on toodud tabelis 2.17.

Tabel 2.17. OÜ Eltete Eesti *pro forma* kasumiaruanded stsenaariumi „*status quo*“ korral aastateks 2014-2018, eurodes

Kasumiaruande kirjed	2014	2015	2016	2017	2018
Müügitulu kasv (%)	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Müügitulu	725 369	736 975	748 767	760 747	772 919
Muud äritulud	0	0	0	0	0
Kaubad, toore, materjalid	486 723	494 510	502 422	510 461	518 629
Mitmesugused tegevuskulud (muutuvkulud)	26 113	26 531	26 956	27 387	27 825
Mitmesugused tegevuskulud (püsikulud)	24 580	24 580	24 580	27 038	27 038
Tööjõukulud (muutuvkulud)	65 283	66 328	67 389	68 467	69 563
Tööjõukulud (püsikulud)	83 759	87 924	87 924	87 924	87 924
Põhivara kulum ja väärtuse langus	13 040	8 523	7 615	7 615	7 430
Muud ärikulud	3 627	3 685	3 744	3 804	3 865
Ärikasum (-kahjum)	22 244	24 894	28 137	28 051	30 646
Finantstulud ja -kulud kokku	0	0	0	0	0
Kasum (-kahjum) enne tulumaksu	22 244	24 894	28 137	28 051	30 646
Tulumaks	13 291	12 500	12 500	12 500	12 500
Aruandeaasta kasum (-kahjum)	8 953	12 394	15 637	15 551	18 146

Allikas: (Autori koostatud).

Lähtudes intervjuust müügijuhiga (Öövel 2014), võiks sisse osta suuremas mahus kaubavarusid, mille kogumahu realiseerimisaeg on küll pikem (kuus kuud), kuid sellest eeldatakse müügi mahu kasvu 25% esimesel aastal ning avaldab positiivset mõju äri-

kasumile. Stsenaarium sai nimeks „müügimehe unistus“. Konkurentide müügimahtude kasve vaadates võib öelda, et ühekordne suur tõus võib olla võimalik. Muud tegevuskulud on prognoositud samade osakaaludega. Kuna praegu on ladu alakoormatud ja laopinda pole vaja juurde rentida, siis sellest tegevuskulude olulist tõusu ei tule, tõus tuleb transpordi, side ja muude müügiks vajalike lisanduvate tegevuste suurenemisest.

Kolmandas stsenaariumis on lähtutud ühe osana sellest, et sõltudes ehitusturust tuleb kohanduda selle muutunud olukorraga. Tegevuskeskkonna analüüsimisel selgus, et väljastatud on *ca* 1200 uue korterelamu ehitusluba ning eeldusel, et kõikide korterite sanitaarsõlmed vajavad sisustamist, on ettevõttel võimalus pakkuda uut „vana“ toodet. Tugineges intervjuule tegevjuhiga (Tomson 2014) selgus, et toote osas on OÜ-l Eltete Eesti ka praegu esindusõigus, kuid kuna toodete omahind ei ole momendil Eesti turul konkurentsivõimeline, siis pole neid klientidele pakutud ning hinnapakkumisi tehtud. Juhul, kui see välispartner näeb samuti turu hõivamise võimalusi, mille vastu ta on ka huvi tundnud, siis omades ettevõtet Eesti turul ei lisandu toote omahinnale enam edasimüüja vahendustasu, mistõttu võib eeldada, et omahind langeb. Prognoosimisel on arvestatud kaupade, toorme ja materjal osakaaluks 60% (varasemates stsenaariumites 67,1%). Kuna tegemist on turu hõivamise strateegiaga, siis tõenäolised mahu kasvud kahel esimesel (2015-2016) aastal on hüppelised, turuosa suurendamine, uute klientide võitmine, olemasolevatele partneritele lisatoote pakkumine ja rivaalidest möödumine, edasi on prognoositud 3% kasvu. Tõenäoliselt vajab selle stsenaariumi käivitamine investeeringuid põhivarasse ja tegevuskulude osas võib ees oodata suurem kasv. *Pro forma* kasumiaruanded stsenaariumite „müügimehe unistus“ ja „osanike muutus“ korral on toodud lisades 4-5.

Järgmise etapina prognoositakse *pro forma* bilansid kolmele erinevale stsenaariumile. Bilansi aktiva poolel asuv käibevara (nõuded ja ettemaksed ning varud) ja passiva poolel asuvad lühiajalised kohustused (võlad ja ettemaksed) seostatakse prognoositava müügituluga. OÜ Eltete Eesti väärtuse hindamisel jäetakse käibekapitalist välja üleliigne raha, mis ei osale ettevõtte põhitegevuses, hiljem liidetakse üleliigne rahavaru ettevõtte väärtusele. Esmalt leitakse perioodi 2009-2013 kohta bilansikirjete osakaal müügitulust (vt tabel 2.18).

2013. aasta üleliigne rahavaru on leitud, tuginedes aasta keskmisele kuisele rahavajadusele, et oleks tagatud lühiajaliste kohustuste (võlad tarnijatele ja töövõtjatele ning maksukohustused) õigeaegne tasumine, 2013. aasta statistika põhjal on rahavajadus 10% müügitulust. Prognoosiperioodi üleliigne rahavaru on leitud tingimusel, et kui omakapitalile liidetud võlad ja ettemaksed on suuremad kui varud, millele on liidetud nõuded ja ettemaksed ning vajalik rahavaru, siis tekib üleliigne rahavaru kui omakapitalile liita võlad ja ettemaksed ning lahutada põhivara, varud, nõuded ja ettemaksed ning vajalik rahavaru.

Tabel 2.18. Bilansikirjete osakaal müügitulust aastatel 2009-2013, eurodes

Näitajad	2009	2010	2011	2012	2013	Keskmine 2009- 2013	Keskmine 2010- 2013
Müügitulu	671 876	713 506	723 581	746 107	713 946		
Käibevara	648 443	484 338	483 241	498 308	439 790		
Raha	454 661	275 400	283 302	302 136	243 094		
sh üleliigne rahavaru	318 263	192 780	198 311	211 495	170 166		
Nõuded ja ettemaksed	71 692	105 918	103 053	101 154	101 821		
Osakaal müügitulust (%)	10,67	14,84	14,24	13,56	14,26	13,52	14,23
Varud	122 090	103 020	96 886	95 018	94 875		
Osakaal müügitulust (%)	18,17	14,44	13,39	12,74	13,29	14,40	13,46
Käibevara - üleliigne rahavaru	330 180	291 558	284 930	286 813	269 624		
Lühiajalised kohustused	59 987	69 591	61 293	79 404	113 509		
Osakaal müügitulust (%)	8,93	9,75	8,47	10,64	15,90	10,74	11,19

Allikas: (OÜ Eltete Eesti majandusaasta aruanded aastatel 2013-2009); autori arvutused,

Kuna 2009. aasta oli kriisist väljatulemise aasta, siis prognoosiperioodil rakendatakse nelja aasta keskmisi osakaalusid, mis annavad adekvaatsema pildi äri toimimisest. Eran-dina kasutatakse lühiajaliste kohustuste prognoosimisel 2013. aasta osakaalu, sest 2013. aastal muudeti tasumise poliitikat, millest tulenevalt ei tasuta tarnijatele enne makse tähtaega vaid kokku lepitud maksetähtajal, seega jääb saldo aasta lõpu seisuga prognoo-side kohaselt pigem ligilähedane 2013. aasta osakaaluga.

Pro forma bilansiproгноosi koostamise põhimõte on analoogne kasumiaruandele. Müü-gitulust sõltuvad bilansikirjed leitakse osakaaluna vastava aasta kasvumääraga läbikor-rutatud müügitulu osakaaluna. Perioodil 2009-2013 OÜ-l Eltete Eesti pikaajalisi kohus-tusi ei ole ning seoses sellega, et ettevõttel puudub vajadus laenukapitali järele, siis selle kirje osas *pro forma* aruandes progноosi ei koostata. Bilansiproгноosi peamised eeldu-sed:

- varude osakaal müügitulust 13,46%;
- nõuete ja ettemaksete osakaal müügitulust 14,23%;
- lühiajaliste kohustuse osakaal müügitulust 15,9%;
- kapitali struktuur 100% omakapital.

OÜ-l Eltete Eesti puuduvad nii lühiajalised kui ka pikaajalised intressidega koormatud kohustused, seega on ettevõtte väärtus võrdne omakapitali väärtusega ja sellest tulenevalt kasutatakse ettevõtte väärtuse leidmisel omakapitali hinda diskonteerimismäärana. Omakapitali suuruse prognoosimisel on eelduseks, et ettevõtte kohustuslik omakapital on 2 556 eurot ning kohustuslik reservkapital 417 eurot. Stsenaariumi „*status quo*„ alusel kahaneb ettevõtte käibevara 414 000 eurolt 2014. aastal 314 000 euron 2018. aastal. Stsenaariumite „müügimehe unistus“ ja „osanike vahetus“ bilansid on toodud käesoleva töö lisades 6-7. Stsenaariumite „müügimehe unistus“ ja „osanike vahetus“ puhul on bilansi prognooside osakaalud samad, mis „*status quo*“ puhulgi.

Tabel 2.19. OÜ Eltete Eesti *pro forma* bilanss stsenaariumi „*status quo*“ korral aastateks 2014-2018, eurodes

<i>Pro forma</i> bilansikirjed	31.12.14	31.12.15	31.12.16	31.12.17	31.12.18
Raha	72 537	73 698	74 877	76 075	77 292
Üleliigne rahavaru	140 216	108 604	79 287	49 842	22 766
Nõuded ja ettemaksed	103 220	104 872	106 549	108 254	109 986
Varud	97 635	99 197	100 784	102 397	104 035
Käibevara	413 608	386 370	361 497	336 567	314 079
Pikaajal. finantsinvesteeringud	139 534	139 534	139 534	139 534	139 534
Materiaalne põhivara soetusmaksumuses	124 128	124 128	124 128	124 128	124 128
Akumuleeritud kulum	-85 042	-93 565	-101 180	-108 795	-116 225
Põhivara	178 620	170 097	162 482	154 867	147 437
Aktiva	592 228	556 467	523 979	491 434	461 516
Kavandamata laen	0	0	0	0	0
Võlad ja ettemaksed	115 334	117 179	119 054	120 959	122 894
Lühiajalised kohustused	115 334	117 179	119 054	120 959	122 894
Kohustused kokku	115 334	117 179	119 054	120 959	122 894
Osakapital	2 556	2 556	2 556	2 556	2 556
Reservid	417	417	417	417	417
Jaotamata kasum (-kahjum)	464 968	423 921	386 315	351 952	317 503
Aruandeaasta kasum (-kahjum)	8 953	12 394	15 637	15 551	18 146
Omakapital	476 894	439 288	404 925	370 476	338 622
Passiva	592 228	556 467	523 979	491 434	461 516

Allikas: autori koostatud

Ettevõtte vabad rahavood on leitud ettevõtte suhtes (*FCFF*), kasutades käesolevas töös kirjeldatud valemit 1.2. OÜ Eltete Eesti stsenaariumi „*status quo*“ prognoositavad rahavood on toodud tabelis 2.20.

Tabel 2.20. OÜ Eltete Eesti vabade rahavoogude leidmine stsenaariumi „*status quo*“ korral aastateks 2014-2018, eurodes

Näitaja	2014	2015	2016	2017	2018
Ärikasum	22 244	24 894	28 137	28 051	30 646
Põhivara kulum +	13 040	8 523	7 615	7 615	7 430
Investeeringud -	0	0	0	0	0
Puhaskäibekapitali muutus -	1 943	2 529	2 569	2 611	2 652
FCFF	33 341	30 888	33 182	33 055	35 424

Allikas: (Autori arvutused).

Selle stsenaariumi kohaselt on rahavood positiivsed, müügitulude suurenedes 1,6% võrra teenib ettevõtte ärikasumit. OÜ Eltete Eesti suunatud vabade rahavoogude suurus ulatub 35 000 euron 2018. aastal. Stsenaarium „müügimehe unistus“ nägi ette varude ja müügitulu üheaastast äkilist kasvu, rahavoogudes avaldab see negatiivset mõju ühel aastal, millal see kasv on planeeritud, 2015. aastal on (*FCFF*) väiksem kui stsenaariumi „*status quo*“ korral. Mõlema stsenaariumi puhul on 2015. aasta (*FCFF*) languse põhjustajaks töötasu püsikulude tõus, stsenaariumi „müügimehe unistus“ puhul lisandub ka võlgnevuse suurenemine tarnijatele 25%.

Tabel 2.21. OÜ Eltete Eesti vabade rahavoogude leidmine stsenaariumi „müügimehe unistus“ korral aastateks 2014-2018, eurodes

Näitaja	2014	2015	2016	2017	2018
Ärikasum	22 244	58 502	62 282	62 743	65 893
Põhivara kulum +	13 040	8 523	7 615	7 615	7 430
Investeeringud -	0	0	0	0	0
Puhaskäibekapitali muutus -	1 943	39 514	3 161	3 212	3 263
FCFF	33 341	27 510	66 736	67 146	70 060

Allikas: (Autori arvutused).

Kolmas stsenaarium nägi ette uue toote lansseerimist ja seeläbi turu hõivamist ning uute kliendigruppide leidmist, mis tooks endaga kaasa investeerimisvajaduse põhivaradesse ja kuna see strateegiline plaan ei realiseeru tõenäoliselt ühe aastaga, siis on ette näha lansseerimisaastal negatiivset rahavoogu.

Tabel 2.22. OÜ Eltete Eesti vabade rahavoogude leidmine stsenaariumi „osanike vahetus“ korral aastateks 2014-2018, eurodes

Näitaja	2014	2015	2016	2017	2018
Ärikasum	41 829	113 785	212 618	222 900	233 676
Põhivara kulum +	13 040	18 523	17 615	17 615	17 430
Investeeringud -	0	100 000	0	0	0
Puhaskäibekapitali muutus -	1 943	79 029	94 835	9 958	10 256
FCFF	52 926	-46 721	135 398	230 557	240 849

Allikas: (Autori arvutused).

Kuna stsenaarium eeldas, et tuleb ka põhivaradesse investeerida, siis teenitav ärikasum ei ole 2015. aastal piisav, et tagada positiivne rahavoog.

2.4. OÜ Eltete Eesti diskonteerimismäära leidmine

Eestis puuduvad riiklikud võlakirjad ning seetõttu ei ole võimalik hinnata riskivaba tulumäära kõige enam levinud metoodika järgi ning Eesti väärtpaberiturg pole väga suur ega eriti aktiivne, seega pole ka riskipreemiat võimalik väga objektiivselt hinnata, kuigi on välja pakutud muid riskivaba tulumäära hindamise võimalusi. Riskivaba tulumäär sõltub raha nõudlusest ja pakkumisest turul, millele avaldab otsest mõju suuremate riikide keskpankade tegevus. Eesti Panga hinnanguil määratleb riigiriski suhteline raha hulk, mida Eesti riik peab rahvusvaheliselt turult raha laenates maksma rohkem riigist, kellel on Eestist parem maksvõime reiting (nt Saksamaa). Kõige lihtsam on seda mõõta erinevusega valitsuse võlakirjaintressi määrades. Eesti valitsusel selliseid võlakirju ei ole ning seetõttu lähtub Rahandusministeerium riigiriskile hinnangu andmisel reitingu-agentuuride poolt avaldatud krediidireitingutest. (Konkurentsiamet ... 2014)

Praktikas kasutatakse Saksamaa valitsuse kümneaastate võlakirjade riskivaba tulumäära, mis seisuga 01.01.2014 oli 1,94 (CNBC.com 2014). Eesti puhul on tegemist areneva turuga, seega tuleb lisaks arvestada veel riigiriski arvestava tururiskipreemiaga. Eesti reitingutase oli 2014. aasta jaanuaris – A1 (Moody's), millest tulenevalt on riigiriski arvestav tururiskipreemia suuruseks 5,65%. OÜ Eltete Eesti beetakordaja leidmiseks kasutas töö autor Damodarani (2014) kodulehel avaldatud andmeid, mille kohaselt Euroopa ehitusmaterjalide ettevõtete finantsvõimendusega beeta on 1,07.

Investeeringut väikefirmadesse loetakse üldiselt riskantsemaks, sest väikefirmad tulud on volatiilsemad ning samuti on nad avatumad erinevatele keskkonnast tulenevatele ohtudele. Üheks lähenemiseks väikefirmade riski arvestamisel on liita *CAPM* mudelist saadud omakapitali nõutavale tulunormile väikefirma riskipreemia (*Small Firm Premium*). Väikefirma riskipreemia (ettevõtte turuväärtus 1-86 mln USD) on Ibbotsoni andmetel 2012. aastal 11,77%.

Tabel 2.23. OÜ Eltete Eesti omakapitali hinna arvutamine

Riskivaba tulumäär (%)	1,94
Beetakordaja	1,07
Tururiskipreemia korrigeerituna Eesti riigi riskiga (%)	5,65
Väikeettevõtte riskipreemia (%)	11,77
Omakapitali hind (%)	19,76

Allikas: (Autori koostatud).

Kuna tegemist ei ole börsil noteeritud ettevõttega, siis osanikke rahuldav omakapitali tulususe määr on OÜ Eltete Eesti osanike enda määrata, kuid kuna intervjuust ühe osanikuga selgus, et sellele pole kunagi mõeldud, seega *CAPM* mudeliga leitud omakapitali diskonteerimismäärale omanike nõutava tulunorm mõju ei avalda.

2.5. OÜ Eltete Eesti omakapitali väärtuse hindamine ja sensitiivsuse testimine

OÜ Eltete Eesti väärtuse hindamiseks koostati kolm erinevat stsenaariumit. Stsenaariumi „*status quo*“ puhul on arvestatud, et ettevõttes on võtmeisiku (osanik/tegevjuht) mõju väga suur, ärimudel kui selline ei ole unikaalne, kuid viis, kuidas saavutatakse kokkulepped tarnijatega ja millisel tasandini ulatuvad head kontaktid on raskesti järgitav. Võtmeisiku head ärisuhted ei puuduta üksnes tarnitava materjali hinda ja tarnetingimusi vaid ka vajaliku materjali kättesaadavust, seega rakendab töö autor võtmeisiku diskontomäärana 25%. Võtmeisiku diskontomääraga diskonteeritakse leitud vabade rahavoogude nüüdisväärtus. Käesolevas töös rakendab autor OÜ Eltete Eesti väärtuse hindamisel mittelikviidsuskontona 30%, sest ettevõtte ei ole börsi noteeritud ja tõenäoliselt kulub ettevõtte müügiks märkimisväärne aeg (sageli hinnanguliselt 3-12 kuud), aeg kulub müügiks ettevalmistamiseks, ostja ja müüja poolse *due diligence* läbiviimiseks ja läbirääkimiste pidamiseks.

Tabel 2.25. OÜ Eltete Eesti väärtuse leidmine stsenaariumi „*status quo*“ korral, eurodes

Näitaja		2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ärikasum		22 244	24 894	28 137	28 051	30 646	33 095
Põhivara kulum +		13 040	8 523	7 615	7 615	7 430	7 430
Investeeringud -		0	0	0	0	0	8 173
Puhaskäibekapitali muutus -		1 943	2 529	2 569	2 611	2 652	2 695
FCFF		33 341	30 888	33 182	33 055	35 424	29 657
Jätkuväärtus	163 309						
Äritegevuse rahavood		33 341	30 888	33 182	33 055	198 732	29 657
Diskonteeritud FCFF	165 433						
Võtmeisiku diskonto (-25%)	41 358						
Mittelikviidsusdiskonto (-30%)	37 222						
Üleliigne rahavaru (+)	170 166						
Pikajal.fin inv (väärtpaberid)(+)	139 534						
Ettevõtte väärtus	331 515						

Allikas: (Autori koostatud).

Jätkuväärtus pärast 2018. a. arvutati alljärgnevalt: vabad rahavood (*FCFF*) 2019. aastal on jagatud omakapitali tulunormiga (19,76%), millest on lahutatud edasine kasvumäär (1,6%), investeeringud on arvesse võetud, summa leidmise aluseks võeti amortisatsiooni kulu mida suurendati 10% võrra. Diskonteerides ettevõttele suunatud rahavood omakapitali hinnaga 19,76% on stsenaariumi „*status quo*“ detailse prognoosiperioodi jooksul leitud vabade rahavoogude nüüdisväärtus 163 309 eurot. Järgnevalt on vabade rahavoogude nüüdisväärtust diskonteeritud võtmeisiku diskontomääraga 25% ning seejärel vähendatakse väärtust 30% mittelikviidsusdiskonto võrra ja liidetakse juurde üleliigne rahavaru ning pikaajaline finantsinvesteering. Üleliigne rahavaru on arvestatud 70% seisuga 31.12.2013 ettevõtte arvelduskontol olevast saldost (243 094 eurot). Ettevõttele suunatud rahavoogude (*FCFF*) mudeli kohaselt on OÜ Eltete Eesti väärtus stsenaariumi „*status quo*“ korral 331 515 eurot.

Stsenaariumi „*status quo*“ korral on ettevõtte väärtus madalam kui 2013. aasta omakapitali maksumus 517 941 eurot, kuna varade tootlus on väiksem kui nõutav tulunorm, siis seetõttu on ettevõtte väärtus väiksem. Juhul, kui ka 2014. aasta tegelikud tulemused sarnanevad selle stsenaariumi alusel prognoositutega, võib ettevõtte likvideerimine ja temale kuuluva vara müük olla rahalises mõttes otstarbekam, kui ettevõtte müük tervikuna. Seetõttu pidas töö autor autor vajalikuks hinnata ettevõtte likvideerimisväärtust seisuga 01.01.2014, sest omakapital likvideerimisväärtust saab antud juhul võrrelda ettevõtte õiglase väärtusega, kuna ettevõttel puudub võõrkapital on need kaks erineva

meetodiga leitud väärtust võrreldavad. Likvideerimiväärtuse leidmisel kasutas töö auto järgmisi koefitsente:

- materiaalse põhivara likvideerimisväärtus, 80% põhivarade jääkmaksumusest;
- varude likvideerimisväärtus, 60% varude bilansilisest maksumusest;
- debitoorne võlgnevus, 95% nõuetest ja ettemaksetest;
- lühiajalised kohustused tuleb tasuda täies ulatuses;
- likvideerimisega seotud kulutustena on hinnatud tööjõukulused ja rendilepingute etteteatamistähtaegadest tulenevaid kohustusi;
- tulumaksukulu (maksumäär 21%); äriühingu likvideerimisel maksustatakse likvideerimisjaotise summa osa, mis ületab äriühingu omakapitali tehtud rahalisi ja mitterahalisi sissemaid;
- diskonteerimismäär 19,76%

Likvideerimisväärtus sõltub sellest, millise hinnaga on võimalik ettevõtte varasid müüa, millised kulud kaasnevad ettevõtte likvideerimisega ning kaua see protsess aega võtab. Järgnevas tabelis 2.24 on leitud OÜ Eltete Eesti omakapitali likvideerimisväärtust.

Tabel 2.24. OÜ Eltete Eesti omakapitali likvideerimisväärtuse leidmine, eurodes

Raha ja väärtpaberid	382 628
Materiaalse põhivara likvideerimisväärtus	156 904
Varude likvideerimisväärtus	56 925
Debitoorne võlgnevus	96 730
Kokku	693 187
Lühiajalised kohustused	113 509
Likvideerimisega seotud kulutused	30 000
Omakapitali likvideerimisväärtus tulumaksukulu arvestamata	549 678
Tulumaksukulu (maksumäär 21%)	114 896
Omakapitali maksudejärgne likvideerimisväärtus	434 782
Omakapitali maksudejärgse likvideerimisväärtuse nüüdisväärtus	303 166

Allikas: (Autori koostatud).

OÜ Eltete Eesti õiglasele väärtusele tuleb rakendada tulumaksukulu maksumääraga 21%, selleks et võrdlusbaas omakapitali likvideerimisväärtusega tugineks sarnastel alustel. Stsenaariumi „*status quo*“ korral, arvestades tulumaksukulu kujuneb ettevõtte väärtuseks 262 434 eurot, seega teeb töö autor järelduse, et seisuga 01.01.2014 on kasulik ettevõtte likvideerida, sest omakapitali maksudejärgse likvideerimisväärtuse nüüdisväärtus on 40 732 euro võrra suurem kui ettevõtte maksudejärgne väärtus. Siinkohal

on ettevõtte õiglane väärtus, ettevõtte omakapitali väärtus ja turuväärtus samastatud, sest ettevõtte puudub võõrkapital. Kuid kuna likvideerimiseks tungivat vajadust pole ja tegemist on hinnanguga ning kuna praegu kehtiv likvideerimismenetlus on aeganõudev ja keerukas oma mitmeetapilisuse tõttu, siis on keeruline hinnata, kas leitud suurem likvideerimisväärtus on tasuvam või tasub hoopis ettevõtte müügiga oodata. Võimalus on äritegevust jätkata, luua suuremaid tulevasi vabasid rahavoogusid ja seeläbi ettevõtte väärtust kasvatada.

Ettevõtte väärtuse hindamisel leitakse ettevõtte väärtus ka ülejäänud stsenaariumitele tuginedes. Stsenaariumi „müügimehe unistus“ korral nähti ette ühekordne äkiline müügitulu tõus 25% 2015. aastal ja perioodil 2016-2018 väga konservatiivne müügitulu kasv 1,6%, muud sisendid *pro forma* aruannetesse jäävad samaks. Järgnevalt on toodud tabelis 2.25 OÜ Eltete Eesti väärtus stsenaariumi „müügimehe unistus“ korral.

Tabel 2.25. OÜ Eltete Eesti väärtuse leidmine stsenaariumi „müügimehe unistus“ korral, eurodes

Näitaja		2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ärikasum		22 244	58 502	62 282	62 743	65 893	68 905
Põhivara kulum +		13 040	8 523	7 615	7 615	7 430	7 430
Investeeringud -		0	0	0	0	0	8 173
Puhaskäibekapitali muutus -		1 943	39 514	3 161	3 212	3 263	3 315
FCFF		33 341	27 510	66 736	67 146	70 060	64 847
Jätkuväärtus	357 087						
Äritegevuse rahavood		33 341	27 510	66 736	67 146	427 147	64 847
Diskonteeritud FCFF	291 904						
Võtmeisiku diskonto (-25%)	72 976						
Mittelikviidsusdiskonto (-30%)	65 678						
Üleliigne rahavaru (+)	170 166						
Pikajal.fin inv (väärtpaberid)(+)	139 534						
Ettevõtte väärtus	397 912						

Allikas: (Autori koostatud).

Tabelist 2.25 selgub, et stsenaariumi „müügimehe unistus“ korral kujuneb ettevõtte väärtuseks 397 912 eurot. Kahe stsenaariumi alusel „*status quo*“ vs „müügimehe unistus“ leitud ettevõtte väärtuse vahe on 66 tuhat eurot ehk stsenaariumi „müügimehe unistus“ korral on ettevõtte väärtus suurem 20,3%. Võttes aluseks, et selle stsenaariumi elluviimisel kasvab töömaht ja äririski tase ning suure kaubamahu sisseostu korral ei ole

garanteeritud müügilepinguid, tasub kaaluda, kas turupositsiooni tagasivallutamise plaaniga saavutatav ettevõtte väärtuse kasv on seda väärt.

Järgnevalt vaatleb autor stsenaariumi, milles senine osanik müüb oma osaluse ja üks praegustest tarnijatest omandab ettevõtte 100%liselt. Prognoosimisel on arvestatud, et sellisel juhul soovib uus osanik märkimisväärselt suurendada müügitulu, pakkudes Eesti turul agressiivselt oma toodangut ja kuna toote omahinnale ei lisandu juurdehindlust võib ette näha kaupade, toorme ja materjalide langust kuue protsendipunkti võrra. Investeeringuid põhivarasse on arvestatud 2015. aastal, muutmata on jäetud omakapitali diskonteerimise määr. Muutuste mõju ettevõtte vabale rahavoole, jätkuväärtusele ja ettevõtte väärtusele 2014. aastal on toodud tabelis 2.26.

Tabel 2.26. OÜ Eltete Eesti väärtuse leidmine stsenaariumi „osanike vahetus“ korral, eurodes

Näitaja		2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ärikasum		41 829	113 785	212 618	222 900	233 676	244 584
Põhivara kulum +		13 040	18 523	17 615	17 615	17 430	17 430
Investeeringud -		0	100 000	0	0	0	19 173
Puhaskäibekapitali muutus -		1 943	79 029	94 835	9 958	10 256	10 564
FCFF		52 926	-46 721	135 398	230 557	240 849	232 277
Jätkuväärtus	1 279 057						
Äritegevuse rahavood		52 926	-46 721	135 398	230 557	1 519 907	232 277
Diskonteeritud FCFF	819 488						
Võtmeisiku diskonto (-25%)	204 872						
Mittelikviidsusdiskonto (-30%)	184 385						
Üleliigne rahavaru (+)	170 166						
Pikajal.fin inv (väärtpaberid)(+)	139 534						
Ettevõtte väärtus	674 894						

Allikas: (Autori koostatud).

Stsenaariumi „*status quo*“ korral kujunes ettevõtte väärtuseks 331 515 eurot, stsenaariumi „müügimehe unistus“ korral on ettevõtte väärtus 397 912 eurot ning stsenaariumi „osanike vahetus“ korral kujuneb ettevõtte väärtuseks 674 894 eurot. Käesolevas alapunktis on analüüsitud prognoosidega seotud sensitiivsust. Selleks, et vähendada prognoosimise ebatäpsusega kaasnevaid riske, testis töö autor ettevõttele suunatud vabadel rahavoogudel põhineva meetodi abil leitud ettevõtte väärtust sensitiivsusanalüüsi abil, mille tulemusena selgub, kuidas muutub leitud ettevõtte väärtus, ühe sisendparameetri

muutuse korral. Sensitiivsusanalüüsi puuduseks on, et iga muutujat käsitletakse teistest muutujatest eraldi. Käesolevas töös uuritakse OÜ Eltete Eesti väärtuse tundlikkust järgmiste muutujate suhtes:

- müügitulu kasv võrreldes oodatavaga,
- kaubakulu muutuse mõju.

Müügituluga on seotud enamus *pro forma* aruannete kirjetest. Võimalik ettevõtte väärtuse muutus on toodud ainult stsenaariumi „*status quo*“ alusel, sest ettevõttele pakub kõige enam huvi see stsenaarium, et kui ei võeta liigseid riske ja ka potentsiaalse ostjaga ei lähe tehinguks, siis milline on ettevõtte väärtus, kui müügitulu muutub. Tabelis 2.27 on toodud müügitulude muutumise mõju OÜ Eltete Eesti väärtusele.

Tabel 2.27. OÜ Eltete Eesti (ettevõtte) müügitulu kasvu (kahanemise) muutumise mõju ettevõtte väärtusele

Müügitulu kasv, %	Omakapitali väärtus, eur	Muutus baasväärtuses, %
3,6	363 206	9,56
2,6	346 437	4,50
1,6	331 515	0
0,6	318 151	-4,03
-0,4	306 113	-7,66

Allikas: (Autori koostatud).

Saadud tulemustest lähtuvalt saab järeldada, et kahe protsendipunktiline müügitulu kasv algselt prognoositust toob kaasa ettevõtte väärtuse kasvu 9,56% võrreldes baasväärtusega. Müügi prognoosimisel tehtud viga võib avaldada mõju ettevõtte väärtusele. Kui oletada, et ettevõtte suudab saavutada 3,6% kasvu ja muud tingimused jäävad samaks, siis stsenaariumi „*status quo*“ alusel leitud ettevõtte väärtus erineb stsenaariumist „müügimehe unistus“ 34 706 euro võrra.

Järgnevalt on tabelis 2.28 toodud, kuidas avaldab mõju kaubakulude (kaubad, toore, materjal) muutumine. Stsenaariumis „*status quo*“ arvestati küll 2013. aasta kaubakulude osakaalu taset, kuid kuna tegemist on väga suure osakaaluga, siis on oluline vaadelda muutuse mõju.

Tabel 2.28. OÜ Eltete Eesti (ettevõtte) kaubakulu osakaalu muutumise mõju ettevõtte väärtusele

Kaubakulude osakaal, %	Omakapitali väärtus, eur	Muutus baasväärtuses, %
69,1	289 575	-12,65
68,1	310 545	-6,33
67,1	331 515	0
66,1	352 486	6,33
65,1	373 456	12,65

Allikas: (Autori arvutused).

Kaubakulude suurenemisel kahe protsendipunkti võrra langeb ettevõtte väärtus 12,65% võrreldes baasväärtusega. Kuna prognoosimisel on kulukirjed seotud osakaaludega müügitulust, siis võib öelda, et kulude kahe protsendipunktiline tõus toob kaasa ettevõtte väärtuse languse 12,65% võrra.

KOKKUVÕTE

Käesoleva magistritöö teoreetilises osas anti ülevaade ettevõtte väärtuse hindamise teoreetilistest aspektidest, toodi välja ettevõtte väärtuse mõisted ja hindamise meetodid. Hindamise meetodite uurimise käigus selgitati välja nende eelised ja puudused ning millistes olukordades neid tavapäraselt rakendatakse. Diskonteeritud rahavoogude meetodi (*DCF*) alusel hinnatakse ettevõtte väärtust selle järgi, milline on ettevõtte võimekus tulevikus genereerida investorile rahavoogu. OÜ Eltete Eesti hindamisel kasutati *DCF* meetodit, kuna tegemist on börsil mitte noteeritud mikroettevõttega ja võrdlushindamine on seetõttu raskendatud ning bilansil põhinevad meetodite puhul tuleb leida varade turuhind, mis on samuti hinnanguline. Kuna *DCF* meetodi üks etappe on finantsproгноoside koostamine ehk *pro forma* aruannete koostamine, siis selleks, et saada võimalikult täpsed sisendid tuleb ettevõttel analüüsida, nii minevikus toimunud sündmusi ja nende kordumise võimalusi ning trendide mõju ulatust ja võimalikkust tulevikku. Ettevõtte väärtuse hindamise protsessis tehtud ettevõtte analüüs annab mikroettevõttele pikaajalise prognoosi, mida võib olla tavapäraselt mikroettevõtetes ei tehta. Teoreetilises osas uuriti ka kapitali hinna teoreetilist käsitlust, kuna see on oluline sisend investeeringute eelarvestamisel ning ettevõtte väärtuse hindamisel. Kapitali hinna leidmisel kasutati finantsvarade hindamise mudelit, millega leitud määra võib käsitleda kui investeerijaid rahuldavat tulunormi.

Magistriöö empiirilises osas viidi läbi ettevõtte tegevuskeskkonna uuring, kus analüüsiti Eesti turul tegutsemist mõjutavaid tegureid. Sellest selgus, et antud valdkonnas valitseb turul terav konkurents, turule sisenemiseks barjääre ei ole ja mikroettevõtteid tekib nende loomise lihtsusest tingituna juurde pidevalt ning paistab, et esimesel tegutsemisaastal lepitakse nullkasumiga. Järgnevalt anti magistritöö empiirilises osas ülevaade OÜ Eltete Eesti tegevusedukusest, tuginedes majandusaasta aruannetele, vaadeldavateks aastateks olid 2009-2013. Teostati *SWOT* analüüs, milles leitud peamiseks tugevuseks kujunes ettevõtte hea finantsstabiilsus ja peamiseks nõrkuseks tähtajalise tööjõu leid-

mise keerukus. Keskkonnast tulenevateks võimalusteks peeti ehitusturu olukorrast tulevalt uue (mitteaktiivse) tootega uute tarbijagruppide leidmist ja väliseks ohuks on globaalsed mõjud majanduskasvule ning konkurentide rohkus Eesti turul.

Empiirilises osas koostati järgneva viie aasta *pro forma* aruanded, selle jaoks töötati välja kolm stsenaariumi „*status quo*“ (1), „müügimehe unistus“ (2) ja „osanike vahetus“ (3). Esimese stsenaariumi puhul võeti aluseks väga konservatiivne müügitulude kasv (1,6%) ja muud sisendparameetrid leiti osakaaludena ning neid kõiki hinnati sellest lähtuvalt, milline oli nende mineviku trend ja kui tõenäoliselt esineb see edaspidi. Teise stsenaariumi puhul oli lähtealuseks, et OÜ Eltete Eesti tugevuseks on hea finantsvõimekus, on võimalik suurendada varude hulka, mis annab kiirema reageerimise aja, üheaastaseks hüppeliseks müügitulu kasvuks prognoositi (25%). Kolmanda stsenaariumi puhul arvestati sellega, et ehitusturul toimuvad lähiajal mõningased muudatused seoses EL eelarveperioodiga. Hinnates, et ehituslube on väljastatud suure hulga kortermajade ehituseks, näeb OÜ Eltete Eesti võimalust, et pakkuda lisaks oma tavapärastele toodetele veel uut toodet, mida tarnitakse praegu tulevase potentsiaalse ostja poolt ja mis sobib pakkumiseks võimalikule turu nõudlusele. Müügitulude järsud kasvud on prognoositud kahele aastale, vastavalt 50% ja 40%.

Antud magistritöös kasutati ettevõtte väärtuse hindamisel diskonteeritud vabade rahavoogude meetodit. Kuna ettevõttel puudub laenukapital, siis see tegi väärtuse hindamise mõnevõrra lihtsamaks ja saadud ettevõtte väärtus võrdub seetõttu ettevõtte paigutatud omakapitali väärtusega. Diskontomäära arvutamisel kasutati *CAPM* mudelit, millega leiti diskontomääraks 19,76%.

Muude diskontomäärade puhul rakendati tunnustatud vahemikkudesse jäävaid määrasid. Töö autori arvates tuleb rakendada mittelikviidsuskontot 30%, sest ettevõtte ei ole börsil noteeritud ja pole ka alternatiivset turgu, kus ettevõtteid ostetakse-müüakse. Soovitav vahemik on 25-35%, võib olla võib rakendada madalamat määra, kuid kuna mõningast huvi on üles näidanud ainult üks potentsiaalne investor, siis sellest tulenevalt jääb töö autor seisukohale, et peab rakendama pigem kõrgemat määra. Käesoleva töö autor on seisukohal, et kuna ettevõtte väärtuse hindamise vajadus on saanud ajendi omanike soovist sellest ärist väljuda, siis tuleb rakendada suhteliselt kõrget võtmeisiku diskontomäära, seega rakendati käesolevas uurimuses OÜ Eltete Eesti väärtuse leid-

misel võtmeisiku diskontomäärana 25%. Kuna ettevõtte väärtus sõltub antud meetodiga hinnates sisendparameetrite hinnangutest ja nende paikapidavust saab hinnata alles tagantjärele, saab tulemust pidada üksnes hinnanguks.

Stsenaariumi „*status quo*“ alusel hinnatud ettevõtte väärtuseks kujunes 331 515 eurot, stsenaariumiga „müügimehe unistus“ seatud eelduste kohaselt kujunes ettevõtte väärtuseks 397 912 eurot ja stsenaariumi „osanike vahetus“ korral 674 894 eurot. Käesolevas magistritöös anti ülevaade ettevõtte vabade rahavoogude kujunemisest, leiti kapitali hind ja hinnati ettevõtte väärtust. Käesolevas magistritöös leiti OÜ Eltete Eesti väärtus seisuga 01.01.2014, hilisemad väärtuse hinnangud erinevad selles töös saadud tulemustest.

Ettevõtte väärtuse hindamisega seonduv temaatika on lai ning seega on käesoleva magistritöö edasiarendamiseks on mitmeid võimalusi: ettevõtte väärtust mõjutavate tegurite sügavam analüüs ning strateegilise tegevuskava koostamine ettevõtte väärtuse tõstmiseks või *DCF* meetodil leitud ettevõtte väärtuse võrdlemine mõnel teisel meetodil leitud ettevõtte väärtusega, mis antud töös käsitlemist ei leidnud.

VIIDATUD ALLIKAD

1. Annual Report on European SMEs 2012/2013. A Recovery on the Horizon? European Commission. [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/files/supporting-documents/2013/annual-report-smes-2013_en.pdf] 20.02.2014.
2. Arengufond. Globaalne ettevõtlusmonitooring 2012. Eesti raporti kokkuvõte [<http://www.arengufond.ee/upload/Editor/Publikatsioonid/GEM%20uuringu%20kokkuv%C3%B5te.pdf>] 20.01.2014
3. **Arumäe, R.** Ehitussektori paremaid päevi ei paista ka järgmisel aastal. [<http://www.adaur.ee/ruta-arumae-ehitussektori-paremaid-paevi-ei-paista-ka-jargmistel-aastatel/>]. 03.12.2013.
4. **Aruste, V.** Finantsanalüüs. Haabneeme: Forenia OÜ, 2007, 171 lk.
5. **Benninga, S. Z., Sarig, O. H.** Corporate Finance. A Valuation Approach. New York: McGraw-Hill Companies, Inc., 1997, 445 p.
6. **Block, S.** The Liquidity Discount in Valuing Privately Owned Companies. - Journal of Applied Finance, 2007, pp. 33-40 [<http://eds.b.ebscohost.com.ezproxy.utlib.ee/eds/detail?vid=8&sid=ef3fc3e8-9771-421d-b2c2--aadf7f0363e1%40sessionmgr113&hid=110&bdata=JnNpdGU9ZWRzLWxpdmU%3d#db=bth&AN=32604419>]. 10.05.2014.
7. **Clayman, R. M., Fridson, S. M., Troughton, H. G.** Corporate Finance. A Practical Approach. New Jersey: John Wiley & Sons. Inc., 2008, 441p
8. CNBC.com Consumer News and Business Channel. [<http://data.cnbc.com/quotes/DE10Y-DE/tab/2>]. 12.05.2014.
9. **Copeland, T., Koller, T., Murrin, J.** Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. New York: John Wiley & Sons. Inc., 2000, 494 p.
10. **Damodaran, A.** [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html]. 02.02.2014.

11. **Damodaran, A.** Corporate Finance: Theory and Practice. 2nd ed. New York: John Wiley & Sons, Inc., 2001, 982 p.
12. **Damodaran, A.** Investment valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. 2nd ed. New York: John Wiley & Sons. Inc, 2002, 992 p.
13. **Dohmeyer, B., Lampe, S.** Modified CAPM: Robust or The Bed of Procrustes? - Business Valuation Review, 2011, Vol. 30, No. 1, pp. 20-30.
14. Eesti.ee.[https://www.eesti.ee/est/ettevotja/ettevotte_loomine/ettevotte_asutamise_toimingud]. 12.04.2014.
15. Eesti Vabariigi Tulumaksuseadus. [<https://www.riigiteataja.ee/akt/123122013023?leiaKehtiv>]. 10.04.2014.
16. EV Raamatupidamise Toimkond. RTJ, [<http://www.easb.ee/index.php?id=1255>]. 27.02.2014.
17. **Fernandez, P.** Valuation Methods and Shareholder Value Creation. California: Academic Press, 2002, 631 p.
18. **Fitz Roy, P., Hulbert, J., Ghobadian, A.** Strategic Management: The Challenge of Creating Value. 2nd ed. New York: Routledge, 2012, 665 p.
19. **Gregory, A.** Valuing Companies – Analysing Business Worth. Woodhead-Faulkner, Hertfordshire, 1992, 255 p.
20. **Jegorov, D.** Börsil noteerimata ettevõtete omakapitali hinna leidmise metoodilised alused ja nende rakendamise valitused Eesti majandusharudes. TÜ ettevõtte majanduse instituut, 2010, 99 lk. (magistritöö)
21. **Jensen, M. C., Smith Jr., C. W.** Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory. 41 p.
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=173461]. 05.01.2014
22. **Juhkam, A., Masso, J.** Riskid Eesti ettevõttes ja riskijuhtimine. Tartu: Tartu Ülikooli Kirjastus 2002, 364 lk.
23. **Kahneman, D.** Thinking, Fast and Slow. New York: Farrar Straus Giroux, 2013, 499 p.
24. **Kantšukov, M., Loemaa, J.** Estimation of Cost of Capital in Emerging Markets: The Case of Estonia. – Economics and management, 2012, Vol. 17, No.1, pp. 77-83.
25. **Karu, S., Zirnask, V.** Rahakäibe juhtimine II osa. Tartu: Rafiko, 2001, 254 lk.

26. **Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D.** Valuation: Measuring and Managing the Value of Company. New Jersey: McKinsey & Company, 2005, 742 p.
27. Konkurentsiamet. Juhend 2014. a. kaalutud keskmise kapitali hinna leidmiseks. [<http://www.konkurentsiamet.ee/?id=18324>]. 20.02.2014.
28. **Kõomägi, M.** Ärirahandus. Tartu: Tartu Ülikooli Kirjastus, 2006, 153 lk.
29. **Kõomägi, M.** Riskikapitali hinnakujunemise mehhanism. [http://www.mattimar.ee/publikatsioonid/ettevottemajandus/2005/08_K6omagi.pdf]. 02.02.2014.
30. **Laid, V.** Väärtusjuhtimine. Ettevõtte väärtuse hindamine. Finantsjuhtimise käsiraamat ptk. 11.2. Tallinn: Äripäeva Kirjastus, 2003.
31. **Leimann, J., Skärvad, P.-H., Teder, J.** Strateegiline juhtimine. Tallinn: Külim, 2003, 303 lk.
32. **Mägi, M.** Väärtuspõhine juhtimine. Ettevõtte väärtuse mõjutajad. – Äripäeva finantsjuhtimise käsiraamat. Tallinn: Äripäeva kirjastus, 2013, 15 lk.
33. **Nath, W. E.** The Biggest Business Valuation Myth. - Business Valuation Review, 2011, Vol. 30, No. 3, pp. 88-99.
34. **Pratt, S. P.** Business Valuation Discounts and Premiums. New York: John Wiley & Sons, Inc., 2001, 432 p.
35. Rahandusministeeriumi 2014. aasta kevadise majandusproгноosi kokkuvõte. EV Rahandusministeerium, 2014, 6 lk [<http://www.fin.ee/majandusprognosid>]. 20.04.2014.
36. **Rappaport, A.** Creating Shareholde Value:a guide for managers and investors. 2nd ed. New York: Simon & Schuster Inc., 1998, 206 p.
37. **Raudsepp, V.** Finantsjuhtimise alused. Ettevõtte rahandus. Majandusraamat 2-55. Tallinn: Külim, 1999, 221 lk.
38. OÜ Eltete Eesti 2009. aasta majandusaasta aruanne (käsikiri).
39. OÜ Eltete Eesti 2010. aasta majandusaasta aruanne (käsikiri).
40. OÜ Eltete Eesti 2011. aasta majandusaasta aruanne (käsikiri).
41. OÜ Eltete eesti 2012. aasta majandusaasta aruanne (käsikiri).
42. OÜ Eltete Eesti 2013. aasta majandusaasta aruanne (käsikiri).
43. Riigikohtu tsiviilkolleegium 2 .novembri 2005. a. kohtuotsus OÜ Amaterasu hagi AS NG investeeringute vastu. [<https://www.riigiteataja.ee/akt/957747>]. 02.11.2013.

44. **Riismaa, K., Tõnisson, T.** Likvideerimismenetluse lihtsustamine äriühingu vaba-
tahtliku lõpetamise korral. Tallinn: Justiitsministeeriumi eraõiguse talitus, 2012.
[http://www.just.ee/orb.aw/class=file/action=preview/id=57760/Likvideerimisanal%FC%FCs_lopp.pdf]. 14.05.2013.
45. **Rünkla, J.** Ärianalüüs. Tallinn: Külim, 2003, 182 lk.
46. **Simson, U.** Keerulised ajad ehituses tulid oodatust hiljem. [<https://www.swed-bank.ee/business/infoportal/portal/archive/simsonblog>]. 12.04.2014.
47. **Sinisaar, M.** Eesti Statistikaameti kvartalikirj. Ehitus buumist kriisini.
[<http://www.stat.ee/6537>]. 05.01.2014.
48. **Sander, P., Teder, A., Viikmaa, K., Kantšukov, M.** The Distributed Profit Based
Corporate Taxation, and the Valuation of Cash Holdings. - International Journal of
Trade, Economics and Finance, 2014, Vol. 5, No. 3, pp. 212-217.
49. **Sander, P.** Dividendipoliitika. Äripäeva finantsjuhtimise käsiraamat. Tallinn: Äri-
päeva kirjastus, 2008.
50. **Sander, P.** Kapitali hind ettevõttes. Äripäeva finantsjuhtimise käsiraamat. Tallinn:
Äripäeva kirjastus, 2003-2009.
51. **Scott, D. F., Martin, J. D., Petty, J. W., Keown, A. J.** Finantsplaanimine. Tallinn:
Külim, 2001, 135 lk.
52. **Scott, D. F., Martin, J. D., Petty, J. W., Keown, A. J.** Investeeringuarvutus.
Tallinn: Külim, 1999, 143 lk.
53. **Seppa, R.** Ettevõtte finantsjuhtimine: regionaalaspekt. Majandusliku kasum
mõõtmise väike- ja keskmise suurusega ettevõtetes. Tartu: Tartu Ülikooli Kirjastus
2006, 239 lk.
54. **Siimon, A.** Ettevõtte edutegurid. [http://www.mattimar.ee/publikatsioonid/ettevotte-majandus/2006/10_Siimon.pdf]. 23.02.2014.
55. **Small and meedium-sized enterprises (SMEs).** Fact and figures about the EU's
Small and Medium Enterprise (SME). European Commission. 2013.
[http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/index_en.htm].
21.02.2014.
56. Statistikaamet. [www.stat.ee]. 21.02.2014.
57. **Stitely, F.** The Danger of Using SDE in Business Valuation. – Value Examiner,
2011, Sep/Oct, pp 20-23.

58. **Zibo, R.** Ehitusturu väljakutsed jätkuvad.
[<http://www.rmp.ee/uudised/uldmajandus/16712>]. 12.04.2014.
59. **Zirnask, V.** Rahanduspsühholoogia. Äripäeva finantsjuhtimise käsiraamat. Tallinn: Äripäeva kirjastus, 2009.
60. **Zirnask, V.** Strateegiline finantsjuhtimine. Idee kohtub rahakotiga. Tallinn: Äripäev, 2008, 167 lk
61. **Zirnask, V.** Stsenaariumi tundlikkuse analüüs. Äripäeva finantsjuhtimise käsiraamat. Tallinn: Äripäeva kirjastus, 2012.
62. Tark Grunte Sutkiene Redgate Capital. Ühinemised ja omandamised. Tallinn: Äripäev, 2011, 326 lk.
63. **Tearu, A., Krumm, E.** Ettevõtte finantsjuhtimine. Tallinn: Pegasus, 2005, 223 lk.
64. **Tomson, P.** (OÜ Eltete Eesti juhatuse liige/tegevjuht). Autori intervjuu. Käsikiri. Tallinn, 03.02.2014.
65. **Valančiene, L., Gimžauskiene, E.** Insights of Value Measurement System Development: Conceptual and Instrumental Approach. - Economics and Management, 2012, Vol. 717, No. 4, pp. 1252-1260.
66. **Öövel, K.** (OÜ Eltete Eesti müügijuht). Autori intervjuu. Käsikiri. Tallinn, 15.02.2014.

Lisa 1. OÜ Eltete Eesti bilanss aastatel 2009-2013

Bilansi kirjed	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
Raha	454 661	275 400	283 302	302 136	243 094
Nõuded ja ettemaksed	71 692	105 918	103 053	101 154	101 821
Varud	122 090	103 020	96 886	95 018	94 875
Käibevara	648 443	484 338	483 241	498 308	439 790
Pikaajal. finantsinvesteeringud	92 995	124 408	94 495	112 166	139 534
Materiaalne põhivara	55 760	48 351	35 004	22 979	52 126
Põhivara	148 755	172 759	129 499	135 145	191 660
Aktiva	797 198	657 097	612 740	633 453	631 450
Võlad ja ettemaksed	59 987	69 591	61 293	79 404	113 509
Lühiajalised kohustused	59 987	69 591	61 293	79 404	113 509
Kohustused kokku	59 987	69 591	61 293	79 404	113 509
Osakapital	2 556	2 556	2 556	2 556	2 556
Reservid	417	417	417	417	417
Jaotamata kasum (-kahjum)	673 155	534 237	544 532	498 474	501 076
Aruandeaasta kasum (-kahjum)	61 083	50 295	3 942	52 602	13 892
Omakapital	737 211	587 505	551 447	554 049	517 941
Passiva	797 198	657 096	612 740	633 453	631 450

Allikas: (OÜ Eltete Eesti majandusaasta aruanded 2009–2013).

Lisa 2. OÜ Eltete Eesti kasumiaruanne aastatel 2009-2013

Kasumiaruande kirjed	2009	2010	2011	2012	2013
Müügitulu	671 876	713 506	723 581	746 107	713 946
Muud äritulud	1 514	149	3 119	250	4 523
Kaubad, toore, materjalid	418 463	443 943	483 561	493 601	478 716
Mitmesugused tegevuskulud	62 367	55 143	59 338	49 185	85 079
Tööjõukulud	126 079	133 387	131 505	138 286	144 322
Põhivara kulum ja väärtuse langus	13 120	13 299	13 349	12 025	12 503
Muud ärikulud	9 085	3 579	4 405	10 367	2 774
Ärikasum (-kahjum)	44 276	64 304	34 542	42 893	-4 925
Finantstulud ja -kulud kokku	36 716	38 664	-20 841	23 000	32 108
Kasum (-kahjum) enne tulumaksu	80 992	102 968	13 701	65 893	27 183
Tulumaks	19 909	52 673	9 759	13 291	13 291
Aruandeaasta kasum (-kahjum)	61 083	50 295	3 942	52 602	13 892

Allikas: (OÜ Eltete Eesti majandusaasta aruanded 2009-2013).

Lisa 3. OÜ Eltete Eesti rahavoogude aruanne aastatel 2009-2013

Rahavoogude aruande kirjed	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013
Rahavood äritegevusest					
Ärikasum (kahjum)	44 276	64 304	34 542	42 893	-4 925
Korrigeerimised					
Põhivara kulum ja väärtuse langus	13 120	13 299	13 349	12 025	12 503
Kasum (kahjum) põhivara müügist	0	0	0	0	-4 285
Muud korrigeerimised	-320	63	-8	0	288
Kokku korrigeerimised	12 800	13 362	13 341	12 025	8 506
Äritegevusega seotud nõuete ja ettemaksete muutus	14 837	-34 226	2 865	-601	-667
Varude muutus	40 834	19 070	6 134	1 867	143
Äritegevusega seotud kohustuste ja ettemaksete muutus	16 426	9 604	-8 299	18 111	34 105
Kokku rahavood äritegevusest	129 173	72 114	48 583	74 295	37 162
Rahavood investeerimistegevusest					
Tasutud materiaalse ja immateriaalse põhivara soetamisel	0	-5 890	0	0	-42 451
Laekunud materiaalse ja immateriaalse põhivara müügist	0	0	0	0	5 083
Antud laenud	-12 782	0	0	0	0
Antud laenude tagasimaksed	3 163	3 451	2 876	2 716	0
Laekunud intressid	7 163	757	216	72	0
Laekunud dividendid	2 521	2 980	5 986	5 042	4 455
Kokku rahavood investeerimistegevusest	65	1 298	9 078	7 830	-32 913
Rahavood finantseerimistegevusest					
Makstud dividendid	-76 694	-200 000	-40 000	-50 000	-50 000
Makstud ettevõtte tulumaks	-19 909	-52 673	-9 759	-13 291	-13 291
Kokku rahavood finantseerimistegevusest	-96 603	-252 673	-49 759	-63 291	-63 291
Kokku rahavood	32 635	-179 261	7 902	18 834	-59 042
Raha ja raha ekvivalendid perioodi alguses	422 026	454 661	275 400	283 302	302 136
Raha ja raha ekvivalentide muutus	32 635	-179 261	7 902	18 834	-59 042
Raha ja raha ekvivalendid perioodi lõpus	454 661	275 400	283 302	302 136	243 094

Allikas: (OÜ Eltete Eesti majandusaasta aruanded 2009–2013).

Lisa 4. OÜ Eltete Eesti kasumiaruanne stsenaariumi „müügimehe unistus“ korral aastatel 2014-2018

Kasumiaruande kirjed	2014	2015	2016	2017	2018
Müügitulu kasv (%)	1,6	25,0	1,6	1,6	1,6
Müügitulu	725 369	906 711	921 219	935 958	950 934
Muud äritulud	0	0	0	0	0
Kaubad, toore, materjalid	486 723	608 403	618 138	628 028	638 076
Mitmesugused tegevuskulud (muutuvkulud)	26 113	32 642	33 164	33 694	34 234
Mitmesugused tegevuskulud (püsikulud)	24 580	24 580	24 580	27 038	27 038
Tööjõukulud (muutuvkulud)	65 283	81 604	82 910	84 236	85 584
Tööjõukulud (püsikulud)	83 759	87 924	87 924	87 924	87 924
Põhivara kulum ja väärtuse langus	13 040	8 523	7 615	7 615	7 430
Muud ärikulud	3 627	4 534	4 606	4 680	4 755
Ärikasum (-kahjum)	22 244	58 502	62 282	62 743	65 893
Finantstulud ja -kulud kokku	0	0	0	0	0
Kasum (-kahjum) enne tulumaksu	22 244	58 502	62 282	62 743	65 893
Tulumaks	13 291	12 500	12 500	12 500	12 500
Aruandeaasta kasum (-kahjum)	8 953	46 002	49 782	50 243	53 393

Allikas: (Autori arvutused).

Lisa 5. OÜ Eltete Eesti kasumiaruanne stsenaariumi „osanike vahetus“ korral aastatel 2014-2018

Kasumiaruande kirjed	2014	2015	2016	2017	2018
Müügitulu kasv (%)	1,6	50,0	40,0	3,0	3,0
Müügitulu	725 369	1 088 054	1 523 275	1 568 973	1 616 043
Muud äritulud	0	0	0	0	0
Kaubad, toore, materjalid	435 221	652 832	913 965	941 384	969 626
Mitmesugused tegevuskulud (muutuvkulud)	58 030	87 044	121 862	125 518	129 283
Mitmesugused tegevuskulud (püsikulud)	24 580	24 580	24 580	24 580	24 580
Tööjõukulud (muutuvkulud)	65 283	97 925	137 095	141 208	145 444
Tööjõukulud (püsikulud)	83 759	87 924	87 924	87 924	87 924
Põhivara kulum ja väärtuse langus	13 040	18 523	17 615	17 615	17 430
Muud ärikulud	3 627	5 440	7 616	7 845	8 080
Äri kasum (-kahjum)	41 829	113 785	212 618	222 900	233 676
Finantstulud ja -kulud kokku	0	0	0	0	0
Kasum (-kahjum) enne tulumaksu	41 829	113 785	212 618	222 900	233 676
Tulumaks	13 291	12 500	12 500	12 500	12 500
Aruandeaasta kasum (-kahjum)	28 538	101 285	200 118	210 400	221 176

Allikas: (Autori arvutused).

Lisa 6. OÜ Eltete Eesti bilanss stsenaariumi „müügimehe unistus“ korral aastatel 2014-2018

Bilansi kirjed	31.12.14	31.12.15	31.12.16	31.12.17	31.12.18
Raha	72 537	90 671	92 122	93 596	95 093
Üleliigne rahavaru	140 216	105 226	109 463	114 109	121 668
Nõuded ja ettemaksed	103 220	129 025	131 089	133 187	135 318
Varud	97 635	122 043	123 996	125 980	127 996
Käibevara	413 608	446 966	456 670	466 871	480 075
Pikaajal. finantsinvesteeringud	139 534	139 534	139 534	139 534	139 534
Materiaalne põhivara soetusmaksumuses	124 128	124 128	124 128	124 128	124 128
Akumuleeritud kulum	-85 042	-93 565	-101 180	-108 795	-116 225
Põhivara	178 620	170 097	162 482	154 867	147 437
Aktiva	592 228	617 063	619 152	621 738	627 512
Kavandamata laen	0	0	0	0	0
Võlad ja ettemaksed	115 334	144 167	146 474	148 817	151 198
Lühiajalised kohustused	115 334	144 167	146 474	148 817	151 198
Kohustused kokku	115 334	144 167	146 474	148 817	151 198
Osakapital	2 556	2 556	2 556	2 556	2 556
Reservid	417	417	417	417	417
Jaotamata kasum (-kahjum)	464 968	423 921	419 923	419 705	419 948
Aruandeaasta kasum (-kahjum)	8 953	46 002	49 782	50 243	53 393
Omakapital	476 894	472 896	472 678	472 921	476 314
Passiva	592 228	617 063	619 152	621 738	627 512

Allikas: (Autori arvutused).

Lisa 7. OÜ Eltete Eesti bilanss stsenaariumi „osanike vahetus“ korral aastatel 2014-2018

Bilansi kirjed	31.12.14	31.12.15	31.12.16	31.12.17	31.12.18
Raha	72 537	108 805	152 328	156 897	161 604
Üleliigne rahavaru	159 801	50 580	123 478	291 536	469 885
Nõuded ja ettemaksed	103 220	154 830	216 762	223 265	229 963
Varud	97 635	146 452	205 033	211 184	217 519
Käibevara	433 193	460 668	697 601	882 882	1 078 971
Pikaajal. finantsinvesteeringud	139 534	139 534	139 534	139 534	139 534
Materiaalne põhivara soetusmaksumuses	124 128	224 128	224 128	224 128	224 128
Akumuleeritud kulum	-85 042	-103 565	-121 180	-138 795	-156 225
Põhivara	178 620	260 097	242 482	224 867	207 437
Aktiva	611 813	720 765	940 083	1 107 749	1 286 408
Kavandamata laen	0	0	0	0	0
Võlad ja ettemaksed	115 334	173 001	242 201	249 467	256 951
Lühiajalised kohustused	115 334	173 001	242 201	249 467	256 951
Kohustused kokku	115 334	173 001	242 201	249 467	256 951
Osakapital	2 556	2 556	2 556	2 556	2 556
Reservid	417	417	417	417	417
Jaotamata kasum (-kahjum)	464 968	443 506	494 791	644 909	805 309
Aruandeaasta kasum (-kahjum)	28 538	101 285	200 118	210 400	221 176
Omakapital	496 479	547 764	697 882	858 282	1 029 458
Passiva	611 813	720 765	940 083	1 107 749	1 286 408

Allikas: (Autori arvutused).

Lisa 8. Töö autori poolt läbi viidud intervjuud ja dokumendianalüüs

Ettevõtte nimi	Esindaja nimi/ dokument	Ametikoht	Analüüsi/ intervjuu meetod
OÜ Eltete Eesti	Priit Tomson	Osanik/juhatuse liige/ tegevjuht	Süvaintervjuu <i>SWOT</i> analüüs
	Kaimo Öövel	Müügijuht	Süvaintervjuu
	Vaike Viljaste	Raamatupidaja	Osalusvaatlus
	Majandusaasta aruanded		Dokumendianalüüs
Konkurendid: OÜ Mendali Lektar Eesti OÜ Tectis OÜ Tektum OÜ Erapaber OÜ	Majandusaasta aruanded		Dokumendianalüüs

Allikas: (Autori koostatud).

SUMMARY

VALUATION OF MICRO-ENTERPRISE IN THE EXAMPLE OF LTD. ELTETE EESTI

Vaike Viljaste

The value of an enterprise arises from the sustainable ability of the company to create positive cash flows, where the main objective is maximisation of the wealth of the owners, the achievement of which requires the adoption of only such decisions that increase the value of the enterprise. The valuation of an enterprise may prove necessary for very different reasons, the substantial side of the valuation may be different and the term of the value of an enterprise also depends on the context. Thus, in order to obtain a correct valuation, it must first be found out what is evaluated and for which purpose.

There are two extreme positions about the valuation process. Those who support the first one believe that a valuation performed in the correct manner is an exact science, and the supporters of the second one feel that valuation is more like an art. The prejudices and shifts brought to valuation by an analyst find their way to the value. (Damaodaran 2014)

The main objective of this master's thesis is to evaluate Ltd. Eltete Eesti (the enterprise) by using the discounted cash flow (DCF) method. The enterprise was evaluated in this master's thesis according to the going concern principle. The need for valuation of the enterprise has been caused by the plan of the shareholders to transfer the enterprise and withdraw from active business activities through retirement. According to the author of the thesis, it is worth evaluating the micro-enterprise of dignified history, since, when making decisions, the owners have consistently proceeded from the sustainable development of the enterprise. Giving the enterprise new life through a possible transfer transaction requires the determination of an initial price, and the finding of a fair value of the enterprise is the most reliable and most convincing basis for that.

In order to achieve the objective, i.e. to estimate the fair value of the enterprise, the author of this thesis set the following research tasks:

- to explain the objectives of the valuation of the enterprise and to clarify the terms of value;
- to explain the substance of the discounted cash flow method and its advantages and disadvantages;
- to find out the specificities of the valuation of a micro-enterprise in the Estonian environment;
- to provide an overview of the area of activity of Ltd Eltete Eesti, its current activities and financial position;
- to find out the value of the studied enterprise and factors that affect its activities and to determine connections between them.

This is a qualitative study, where the problem is structured. Besides quantitative data, qualitative in-depth interviews have also been used.

The theoretical part of this master's thesis covered the valuation of the enterprise and the valuation of the enterprise by using the discounted cash flow method. The discounted cash flow method was selected for valuation, since it takes into account, when determining the price of a share, the financial condition of the company at the moment of transfer of shares, future prospects, risk factors and the surrounding economic environment. (the Civil Chamber of the Supreme Court... 2014)

In terms of financial theory, the advantages of the DCF models are (Seppa 2006):

- the basis is future cash flows, not the history, of the enterprise;
- future investment needs are taken into account;
- the impact of the investments that have been made within the measurable period are also taken into account;
- the results are free of any accounting biases;
- risk and the time value of money are taken into account.

However, in practical application several factors emerge that must be taken into consideration. On the one hand, the results are affected by unconsidered market factors that are beyond control and cannot be forecast and, on the other, depending upon the

efficiency of the planned activities, the realisation of the expected cash flows is uncertain and related to risks. It is not complicated to discount cash flows, but to assess the value drivers thereof.

Micro-enterprises (1-9 employees) form 90% of all the enterprises in Estonia; thus, it is important to evaluate them. The advantages of micro-enterprises are deemed to be their specific atmosphere, the feeling of togetherness, the common objectives, flexibility and a fast decision-making procedure. The disadvantages often include the unacceptability of changes, conflict between personal and business objectives and conflict between growth and ownership.

Therefore, the valuation of a micro-enterprise by owners themselves may also be affected by several psychological aspects. One of the aspects can be a phenomenon where an incomprehensibly high price is asked for goods, i.e. endowment bias. Since making a financial decision or forecast, the valuation of property or other similar analysis always starts from a certain premise and some similar transactions, the purchase price of the property and previous forecast are used as a basis, then the decision-makers may fall into a financial-psychological trap, i.e. anchoring bias. The anchoring effect occurs when people consider a particular value for an unknown quantity before estimating that quantity. (Kahneman 2013: 117)

An important aspect in valuation is whether it is a publicly traded enterprise or not. Micro-enterprises are not quoted on the stock exchange, and since liquidity is an added value for any property, it is necessary to take into account a liquidity discount when finding the fair value of an enterprise not quoted on the stock exchange.

A key person discount is used if the success of the enterprise depends greatly on a few key persons. In a micro-enterprise an owner is often also the chief executive officer. Thus if a key person leaves an enterprise, the value thereof may fall significantly and, in an extreme event, the enterprise may terminate its activities. The discount rate of a key person depends on the impact of the key person(s) on ensuring present revenue and generating later revenue of the enterprise. (Pratt 2001)

Since 2000 Estonia has been applying the DPT (distributed profit taxation) income tax system, under which the profit distributed to owners of enterprises during the taxation period (both as dividends as well as in the form of other profit distributions) is subject to taxation. Thus, the DPT is significantly different from the traditional GPT (gross profit taxation) system, where income tax is calculated on the net profit of an enterprise obtained during the taxation period. Such a system creates a strong motive for preserving the earned revenue. Empirical studies have proved that the cash-to-assets ratio has increased since 2000 depending on the size and industrial sector of the enterprise. In micro-enterprises cash forms more than one-half of their balance sheet; in such an event the write-down discount should be applied. (Sander *et al.* 2014)

Despite the scale, business activities always involve a risk; however, risks of micro-enterprises are higher and result in a situation where some enterprises fall out of competition and new companies enter the market. Thus, when evaluating micro-enterprises, it is not possible to be limited to macro-level analysis, but a thorough observation of the micro-level is also necessary.

The study of the operating environment of the enterprise revealed that there is stiff competition on the market in this field, there are no barriers to entry into the market and more micro-enterprises are constantly created due to the simplicity of establishment thereof. Purchasers (clients) have a large authority, due to which the terms for the receipt of money for goods and services are relatively long.

The empirical part of the master's thesis provided an overview of the current success of activities of Ltd. Eltete Eesti, relying on the annual reports; the years under review were 2009-2013. A SWOT analysis was carried out, which indicated that the main strengths are the good financial stability of the enterprise, reasonable risks taken and good reputation, and the main weaknesses are the complexity of finding a labour force for a fixed term and the seasonal overload of employees. The opportunities arising from the environment were considered to be finding new consumer groups with a new (inactive) product due to the situation on the construction market and the external threat is global impacts on economic growth and a multitude of competitors on the Estonian market.

In the empirical part, *pro forma* reports were prepared for the next five years. To this end, three scenarios were developed: “*status quo*” (1), “every sales rep’s dream” (2) and “change in shareholders” (3).

The first scenario was based on a very conservative growth in sales revenue (1.6%) and other input parameters were found as proportions, according to their past trend and the probability thereof in the future. The second scenario was based on the premise that the strength of Ltd. Eltete Eesti is its good financial capacity; it could be possible to increase the quantity of supplies, which would provide an opportunity to respond faster to the demand, and a sharp growth in sales revenue for one year was forecast as 25%. The third scenario took into account the fact that the EU budgetary period will bring along a certain change on the construction market and that it may be possible to offer a new product that would be suitable for the changing demand. Thus, sharp increases in sales revenues were forecast for two years, 50% and 40% respectively.

Since the enterprise has no loan capital, this made the valuation somewhat easier and the received value of the enterprise is therefore equal to the value of the equity invested in the enterprise. The discount rate was calculated using the CAPM, according to which the discount rate found amounted to 19.76%.

Since, by using the aforesaid method for valuation, the value of an enterprise depends on the estimates of the input parameters and the validity thereof can be evaluated only behindhand, then the result can be considered an estimate only.

The value of the enterprise estimated on the basis of the “*status quo*” amounted to 331,515 euros; according to the premises set by the “every sales rep’s dream”, the value of the enterprise amounted to 397,912 euros; and in the event of a “change in owners”, 674,894 euros. The value of Ltd. Eltete Eesti found in this master’s thesis was found as of 1 January 2014.

The topic related to the valuation of an enterprise is broad and, thus, in the future there are several opportunities for developing this master’s thesis further:

- a more in-depth analysis of the factors that affect the value of an enterprise and the preparation of a strategic action plan for increasing the value of an enterprise;

- comparing the value of an enterprise found using the DCF method with the value of the enterprise found using any other method not covered in this thesis.

The author of this thesis is of the position that in the theoretical part of the thesis there was a sufficient theoretical ground for achieving the objective of the master's thesis and the studies and analyses in the empirical part fulfilled the set objective – to evaluate the micro-enterprise Ltd. Eltete Eesti.

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Mina, Vaike Viljaste

(autori nimi)

1. annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose
Mikroettevõtte väärtuse hindamine osaühing Eltete Eesti näitel,
(lõputöö pealkiri)

mille juhendaja on dotsent, PhD Priit Sander,
(juhendaja nimi)

1.1. reprodutseerimiseks säilitamise ja üldsusele kättesaadavaks tegemise eesmärgil,
sealhulgas digitaalarhiivi DSpace-is lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse
tähtaja lõppemiseni;

1.2. üldsusele kättesaadavaks tegemiseks Tartu Ülikooli veebikeskkonna kaudu,
sealhulgas digitaalarhiivi DSpace'i kaudu alates **01.06.2017** kuni autoriõiguse kehtivuse
tähtaja lõppemiseni.

2. olen teadlik, et punktis 1 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.

3. kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega
isikuandmete kaitse seadusest tulenevaid õigusi.

Tartus, 22.05.2014